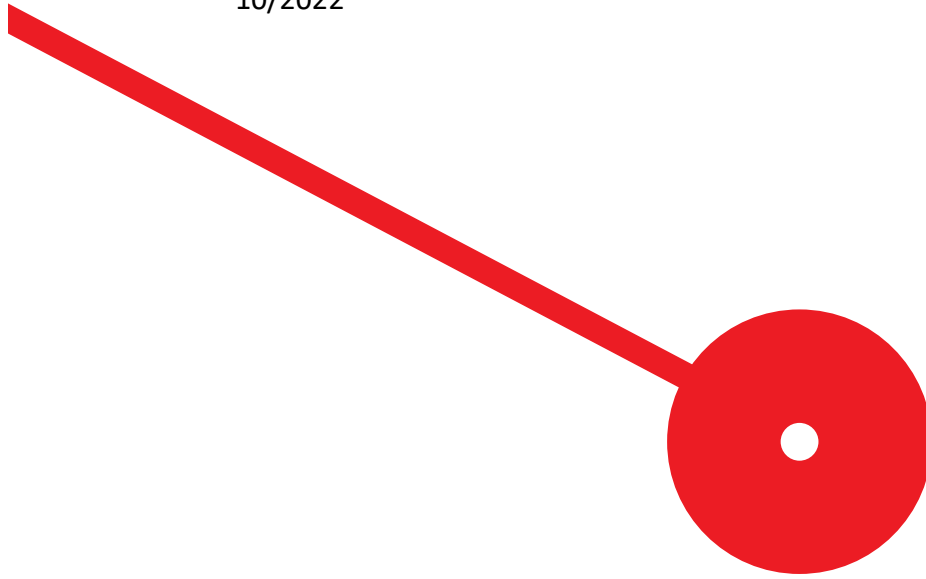




Impacto das práticas de *corporate governance* na estrutura de capital das empresas cotadas na *Euronext Lisbon*: o efeito moderador da diversidade de género
Catarina Filipa Oliveira Torres

10/2022

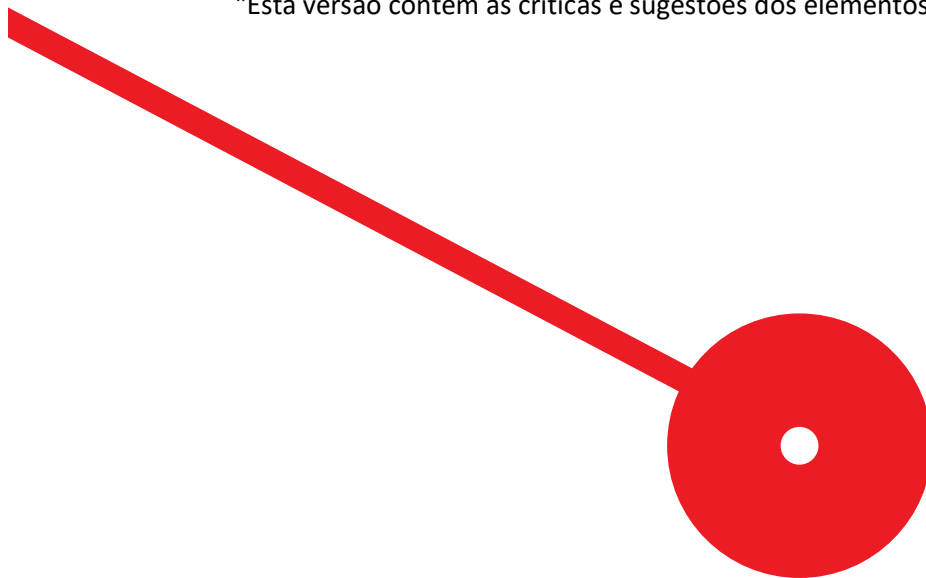




Impacto das práticas de *corporate governance* na estrutura de capital das empresas cotadas na *Euronext Lisbon*: o efeito moderador da diversidade de género
Catarina Filipa Oliveira Torres

Dissertação de Mestrado apresentado ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto para a obtenção do grau de Mestre em Finanças Empresariais, sob orientação de Ricardo Bahia Machado

"Esta versão contém as críticas e sugestões dos elementos do Júri"



Dedicatória

“Families are the compass that guides us. They are the inspiration to reach great heights, and our comfort when we occasionally falter.”

Brad Henry

Agradecimentos

Ao longo do processo de elaboração desta dissertação existiram pessoas fundamentais para a sua concretização. A essas pessoas eu gostava de deixar o meu agradecimento.

Em primeiro lugar, quero agradecer aos meus pais, António Torres e Paula Oliveira, pelo apoio incondicional ao longo destes dois anos, por toda a motivação e por acreditarem sempre em mim. Obrigada a vocês, por me darem o que nunca puderam sonhar!

Agradecer, em especial, ao meu namorado Nuno, mas também a todos os meus familiares pelo carinho, apoio e compreensão. As suas palavras de incentivo ajudaram-me a ser determinada e a não fraquejar perante as adversidades que foram ocorrendo ao longo do percurso académico.

Um agradecimento especial ao Professor Doutor Ricardo Bahia Machado, meu orientador, pela disponibilidade em cooperar comigo nesta caminhada, por todo o conhecimento e atenção demonstrada. O seu acompanhamento constante foi imprescindível para o culminar deste percurso.

Às minhas amigas, Ana Catarina e Rita Moreira, que me acompanham desde a licenciatura, um obrigada pelo companheirismo, por me fazerem acreditar em mim e por estarem diariamente presentes na minha vida.

Quero agradecer a mim própria, por nunca ter desistido, e por ter tido a capacidade de conciliar a minha vida enquanto estudante, com a minha vida profissional e familiar.

Por fim, o meu profundo e sentido agradecimento a todas as pessoas que contribuíram para a concretização desta dissertação, estimulando-me intelectual e emocionalmente.

Resumo:

O papel intrínseco que as práticas de governo das sociedades podem desempenhar na constituição de decisões relacionadas com a estrutura de capital das empresas é um fator relevante para o sucesso de uma organização. Como tal, o objetivo central deste trabalho é investigar a relação direta entre as práticas de *corporate governance* e as decisões de endividamento das empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon*, bem como averiguar se a relação anterior é afetada pela existência de um efeito moderador da diversidade de género.

Para a realização deste estudo foi recolhida uma base de dados em painel de 36 empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon*, para um período entre 2015 e 2020. De modo a analisar o propósito deste estudo, procedeu-se à formulação de diversos modelos econométricos, até obter o modelo mais adequado, o de Efeitos Fixos.

Os resultados obtidos revelam que todas as variáveis explicativas do estudo, como a dimensão e a independência do conselho de administração e a dualidade do CEO, têm uma influência significativa nas decisões de endividamento das empresas portuguesas cotadas. Além disso, os resultados indicam que o impacto que a independência do conselho de administração tem no nível de endividamento das empresas passa de positivo a negativo em condições de um elevado nível de diversidade de género.

Este artigo contribui para ajudar as empresas a introduzir e a contextualizar novas práticas que conduzam a melhores *governances* e os ajude a atrair melhores recursos para alcançar uma estrutura de capital ótima. É também, tanto quanto se sabe, o primeiro estudo que analisa o efeito do papel moderador da diversidade de género na relação entre *corporate governance* e estrutura de capital para as empresas portuguesas cotadas.

Palavras chave: Estrutura de Capital, Endividamento, *Corporate Governance*, Modelo de Efeitos Fixos, Diversidade de Género

Abstract:

The intrinsic role that corporate governance practices may play in the constitution of decisions related with the capital structure of companies is a relevant factor for the success of an organization. As such, the main objective of this work is to investigate the direct relationship between corporate governance practices and debt decisions of Portuguese companies listed on Euronext Lisbon, as well as to investigate whether the previous relationship is affected by the existence of a moderating effect of gender diversity.

To carry out this study, a panel database of 36 Portuguese companies listed on Euronext Lisbon was collected, for a period between 2015 and 2020. In order to analyze the purpose of this study, several econometric models were formulated, until the most adequate model, the Fixed Effects model, was obtained.

The results show that all the explanatory variables of the study, such as board size, independence of administration board and CEO duality, have a significant influence on the debt decisions of Portuguese listed firms. Moreover, the results indicate that the impact that board independence has on firms' debt level changes from positive to negative under conditions of a high level of gender diversity.

This paper contributes to help companies introduce and contextualize new practices that lead to better governance and help them attract better resources to achieve an optimal capital structure. It's also, to our knowledge, the first study to analyze the effect of the moderating role of gender diversity on the relationship between corporate governance and capital structure for Portuguese listed companies.

Key words: Capital Structure, Indebtedness, *Corporate Governance*, LSDV Model, Gender Diversity

Índice geral

Capítulo I - Introdução	1
Capítulo II – Revisão da Literatura e Hipóteses de Partida.....	5
2.1 Teorias explicativas da estrutura de capital das empresas	6
2.2 As práticas de <i>corporate governance</i> como determinantes da estrutura de capital.....	10
2.2.1 Dimensão do Conselho de Administração.....	12
2.2.2 Independência do Conselho de Administração.....	13
2.2.3 Dualidade do CEO	14
2.2.4 Diversidade de género do Conselho de Administração	15
2.3 Objetivos e Desenvolvimento das Hipóteses de Investigação	17
2.3.1 Dimensão do Conselho de Administração.....	17
2.3.2 Independência do Conselho de Administração.....	18
2.3.3 Dualidade do CEO	19
2.3.4 Diversidade de género do Conselho de Administração	20
Capítulo III – Dados e Metodologia de Investigação.....	25
3.1 Definição e Medição das Variáveis.....	26
3.1.1 Variável Dependente.....	26
3.1.2 Variáveis Independentes	26
3.1.3 Variável Moderadora	27
3.1.4 Variáveis de Controlo	28
3.2 Definição da Amostra.....	30
3.3 Especificação do Modelo de Regressão	31
Capítulo IV – Análise e Discussão Empírica dos Resultados	35
4.1 Estatísticas Descritivas.....	36
4.2 Análise de correlação de <i>Pearson</i>	39
4.3 Resultados dos Modelos de Regressão.....	40

4.3.1	Seleção e validação do modelo econométrico	41
4.3.2	Análise de Multicolinearidade	43
4.3.3	Análise e Discussão dos Resultados	44
Capítulo V – Conclusões, Limitações e Perspetivas Futuras.....		51
Referências bibliográficas.....		56
Apêndices.....		63
Apêndice I – Coeficientes de Regressão da Indústria.....		64

Índice de Tabelas

Tabela 1- Resumo dos estudos sobre as práticas de corporate governance como determinantes da estrutura de capital e definição das hipóteses de investigação	23
Tabela 2- Proxies para as variáveis relevantes deste estudo	29
Tabela 3 - Estatísticas Descritivas das variáveis que compõem o estudo	36
Tabela 4 - Estatística Descritiva da amostra por Tipo de Indústria.....	38
Tabela 5 - Matriz de Correlação de Pearson.....	39
Tabela 6 - Resultado dos Modelos de Regressão OLS, Efeitos Fixos, Efeitos Aleatórios e GMM	40
Tabela 7 - Testes de validação dos Modelos Econométricos	41
Tabela 8 - Teste de Multicolineariedade	43
Tabela 9 - Resumo da validação das hipóteses de partida.....	50
Tabela 10 - Resultado do Modelo de Regressão LSDV para a variável de controlo Indústria.....	64

Lista de abreviaturas

CA – Conselho de Administração

CEO – *Chief Executive Officer*

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

GMM - *Generalized Method of Moments* (Método Generalizado dos Momentos)

LSDV – *Least Squares Dummy Variables*

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OLS – *Ordinary Least Squares* (Método dos Mínimos Quadrados)

ROA – *Return on Assets* (Rendibilidade Total do Ativo)

SABI – Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

VIF – *Variance Inflation Factor*

CAPÍTULO I - INTRODUÇÃO

No ambiente empresarial existe um certo consenso entre investigadores e profissionais sobre o papel significativo da utilização de bons mecanismos de governo das sociedades para o sucesso de uma organização. Como tal, o desempenho e a sobrevivência das empresas podem ser afetados pelas práticas de *corporate governance*. Para Sheikh e Wang (2012), países que implementaram mecanismos sólidos de *corporate governance* apresentaram, geralmente, crescimentos vigorosos nos seus setores empresariais e, por conseguinte, tiveram uma maior capacidade de atrair mais capital para potenciar a economia.

Neste contexto, a literatura fornece evidências do papel intrínseco que as práticas de governo das sociedades podem desempenhar na constituição de decisões relacionadas com a estrutura de capital das empresas, na medida em que uma boa *governance* transmite uma maior confiança aos credores de que a organização não tomará decisões que prejudiquem os seus interesses, impulsionando, assim, o desempenho da empresa, facilitando o seu acesso ao financiamento a um custo mais baixo. Contudo, gestores de entidades que não apresentem um bom governo das sociedades, normalmente, tendem a maximizar os seus interesses pessoais, recorrendo a menos dívida, dado que esta pode ser utilizada como um mecanismo disciplinador no uso oportunista do *cash-flow* disponível, potenciando eventuais conflitos de agência (Bradley & Chen, 2011).

Assim, seguindo esta linha de pensamento, um conselho de administração (CA) eficiente pode atenuar os conflitos de interesses que poderão ocorrer entre acionistas e gestores, ou acionistas e credores, uma vez que um bom CA reforça as funções de controlo, levando à tomada de decisões ponderadas e à redução de ações oportunistas que afetam a reputação e o valor da empresa (Kumar & Zattoni, 2015). Desta forma, pode supôr-se que a eficiência e a eficácia do CA têm impacto na tomada de decisão dos gestores, visto que empresas com bons CA reduzem o risco de investimento e atraem mais capital. Assim, surge o primeiro argumento de que a qualidade de um CA pode desempenhar um papel proeminente na tomada de decisão da estrutura de capital da empresa, bem como na resolução do problema de agência.

Ao longo dos anos, a importância das práticas de *corporate governance* nas empresas levou diversos autores a investigar o nexo da relação existente entre os diversos mecanismos de governo das sociedades, como dimensão do CA, independência do CA e dualidade do *Chief Executive Officer* (CEO), e o nível de endividamento das empresas. No entanto, não existe um entendimento cabal e consensual nas práticas empresariais.

Enquanto autores como Sheikh e Wang (2012), Alves et al. (2015), Usman et al. (2019) e Zaid et al. (2020) verificaram um efeito positivo e estatisticamente significativo entre as práticas de governo das sociedades, dimensão do CA e independência do CA, e o nível de endividamento, outros autores, como Lipton e Lorsch (1992), Berger et al. (1997), Wen et al. (2002), Anderson et al. (2004) e Dimitropoulos (2014), verificaram que estes mecanismos de *corporate governance* têm um efeito negativo e significativo no nível de endividamento. Na relação entre o mecanismo Dualidade do CEO e o nível de endividamento das empresas, houve autores, como Balatbat et al. (2004), Fosberg (2004), Sheikh e Wang (2012), Usman et al. (2019) e Zaid et al. (2020), que obtiveram um efeito negativo e significativo e, outros autores, como Abor (2007), Dimitropoulos (2014) e Yang e Zhao (2014), que evidenciaram uma relação positiva.

Para além disso, a maioria dos estudos anteriores que se foca em averiguar a relação direta entre as práticas de *corporate governance* e as decisões de endividamento, menciona que o êxito do CA está diretamente relacionado com o seu perfil que poderá influenciar pareceres ao nível da estrutura de capital, mas não se prendem com a possibilidade da existência de um efeito moderador. Assim, o estudo atual seleciona a diversidade de género como uma variável moderadora, o que pode demonstrar-se um fator crucial na relação entre as práticas de governo empresarial e o nível de endividamento. Usman et al. (2019) evidenciaram que a diversidade de género tem um impacto significativo na eficiência dos CA das empresas, na medida em que a presença de membros do sexo feminino no CA está associada ao custo de dívida da empresa. Os resultados revelam que entidades que apresentem níveis elevados de diversidade de género nos seus CA, estão mais suscetíveis a contrair empréstimos a custos mais baixos. Contudo, o papel das mulheres no CA, para o processo de tomada de decisões das empresas, não é completamente compreendido. Por um lado, a presença de mulheres no CA melhora o *governance* da empresa o que possibilita que a tomada de decisão seja feita com maior prudência, transmitindo uma maior confiança a quem financia. Por outro lado, o género feminino demonstra-se mais avesso ao risco, podendo revelar uma menor recetividade ao endividamento e, conseqüentemente, influenciar negativamente a estrutura de capital da empresa (Barber & Odean, 2001). Deste modo, surge o segundo argumento desta dissertação, com o propósito de averiguar se as características do CA são mais suscetíveis de influenciar, ou não, a estrutura de capital das empresas, quando o CA for formado por um número equitativo de administradores do sexo feminino e masculino.

Este estudo analisa de perto a forma como os atributos do CA influenciam as decisões de financiamento das empresas. Tanto quanto se sabe, poucos são os estudos empíricos que analisam o efeito moderador da diversidade de género nonexo entre as práticas de *corporate governance* e as decisões de financiamento das empresas, sendo este o primeiro estudo que analisa tal efeito para as empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon*.

Assim, o estudo em causa tem como objetivo principal investigar como as práticas de governo empresarial, nomeadamente a dimensão do CA, a independência do CA e a dualidade do CEO, afetam as decisões de endividamento das empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon*, e perceber se existe um efeito moderador da diversidade de género na relação entre *corporate governance* e estrutura de capital.

Para além desta introdução, esta dissertação encontra-se repartida em 5 capítulos. No Capítulo II é apresentada a revisão de literatura, com o propósito de contextualizar este estudo, onde são abordadas as principais teorias da estrutura de capital e as práticas de *corporate governance* como determinantes da estrutura de capital, assim como os resultados de outros estudos sobre esta relação. Por conseguinte, neste capítulo, também se procedeu à formulação das hipóteses de partida para a investigação.

No Capítulo III é abordada a metodologia de investigação utilizada, onde são apresentadas as variáveis utilizadas, a amostra que serviu de base à realização do estudo e a descrição dos modelos econométricos usados. Posteriormente, no Capítulo IV, apresentam-se e discutem-se os resultados, iniciando-se com uma análise estatística, seguido da análise das correlações das variáveis definidas como relevantes para a explicação do fenómeno vertente e pela demonstração dos resultados dos modelos de regressão, finalizando com a interpretação dos mesmos, confrontando-os com as hipóteses de partida definidas no Capítulo II.

Por fim, no Capítulo V são evidenciadas as principais conclusões, as limitações sentidas ao longo do trabalho e, ainda, as recomendações para desenvolvimentos futuros sobre esta temática.

CAPÍTULO II – REVISÃO DA LITERATURA E HIPÓTESES DE PARTIDA

2.1 Teorias explicativas da estrutura de capital das empresas

Todas as entidades empresariais, ao longo do seu ciclo de vida, carecem de financiamento e, como forma de mitigar essa necessidade, podem optar por se financiarem recorrendo a capital próprio e/ou alheio. Diversas teorias tentam explicar a decisão sobre a estrutura de capital das empresas, contudo não há concordância na verificação de uma estrutura de capital ótima.

Durand (1952) desenvolveu, aquela que é geralmente considerada, como a primeira teoria sobre a estrutura de capital: a Teoria Tradicional. Fundamenta-se numa estrutura de capital ótima, sinalizada pelo mínimo do custo médio ponderado de capital e a consequente maximização da riqueza da organização, através do equilíbrio entre capital alheio e capital próprio. Nesta perspetiva, a Teoria Tradicional assenta na fusão entre duas abordagens estudadas por este autor, através do lucro operacional e do lucro líquido. Inicialmente, constatou que uma maior utilização de capital alheio origina uma diminuição do custo médio ponderado de capital e um incremento proporcional do custo de capital próprio. Contudo, o aumento de endividamento provoca um acréscimo de risco para a sociedade, na medida em que é exigido, por parte dos investidores, uma maior rendibilidade para fazer face ao risco incorrido. Numa segunda abordagem, verificou que o incremento de capital alheio leva à redução do custo médio ponderado de capital e ao aumento do valor da organização. Assim, concluiu que as empresas devem incrementar o seu endividamento até que atinjam o mínimo do custo médio ponderado de capital, isto é, até que o uso de capital alheio seja mais benéfico face aos custos inerentes a esse mesmo capital.

Modigliani e Miller (1958), considerados como os “fundadores” das teorias da estrutura de capital, vieram contradizer a Teoria Tradicional, assumindo um conjunto de pressupostos, como a inexistência de impostos, de custos de emissão de instrumentos financeiros e insolvência; a ausência de assimetria de informação (acesso equitativo à informação entre todos os agentes intervenientes no mercado do financiamento empresarial); a existência de um nível de risco equitativo para todas as organizações, assim como *cash flows* constantes que não são afetados pela estrutura de capital. Deste modo, na perspetiva destes autores, é irrelevante que a empresa seja financiada com ou sem recurso à dívida, uma vez que a estrutura de capital da entidade não afeta o seu valor de mercado, porquanto este é criado através das medidas de investimento dos seus ativos

e dos rendimentos por si gerados para crescimento, e não da forma como estes são financiados.

Como resultado das críticas ao seu trabalho inicial, Modigliani e Miller (1963) promoveram a alteração da sua teoria, deixando de parte a inexistência de impostos e a existência de mercados perfeitos. Concluíram que, à medida que o endividamento aumenta, o valor da empresa também aumenta devido ao facto de os juros serem gastos dedutíveis fiscalmente, gerando poupança fiscal. No entanto, a teoria de Modigliani e Miller (1963, p. 442) defende que “...a existência de uma vantagem fiscal para o financiamento da dívida – mesmo a maior vantagem da versão corrigida – não significa necessariamente que as empresas devam sempre procurar utilizar o montante máximo possível de dívida na sua estrutura de capital.”

Ainda que a reestruturação deste modelo se tenha demonstrado crucial na estrutura de capital, ele contempla algumas restrições, levando ao aparecimento de outras teorias (Silva, 2018).

Kraus e Litzenberger (1973) propuseram a Teoria do *Trade-Off* (Teoria do Equilíbrio) evidenciando que o valor de uma empresa endividada é igual ao valor de uma empresa não endividada acrescida da diferença entre os benefícios fiscais da emissão de dívida e os custos diretos de insolvência. Na sua versão dinâmica, esta teoria define que as organizações ajustam o seu nível de endividamento atual em direção a um nível de dívida ótimo, pelo que se depreende que a estrutura de capital existente num determinado momento não é obrigatoriamente a estrutura ótima de capital, dado que esta suporta alterações ao longo do tempo devido a fatores endógenos e exógenos (Scott, 1976; Kim, 1978). Como tal, a empresa endividar-se-á até um ponto ótimo onde o benefício fiscal marginal sobre a dívida compense o aumento do valor atual dos custos relativos a dificuldades financeiras¹. Desta forma, as organizações procuram uma estrutura de capital ótima que maximize os benefícios e minimize os custos associados à dívida.

Uma nova teoria surgiu em 1984, desenvolvida por Myers e Majluf (1984), denominada de Teoria da Hierarquia das Preferências ou *Pecking Order*, na qual uma estrutura ótima de capital passa pela escolha correta das fontes de financiamento, tendo em apreço o risco

¹ Representam os custos decorrentes do endividamento, nomeadamente, os custos de agência, insolvência e transação, que aumentam quando a capacidade de obter crédito se encontra comprometida.

associado, por forma a minimizar a assimetria de informação, visto que os gestores, normalmente, dispõem de mais dados do que os investidores.

Esta teoria defende que as assimetrias de informação motivam os gestores a seguir uma hierarquia de fontes de financiamento. Inicialmente, as entidades preferem recorrer a financiamento interno (autofinanciamento) com o intuito de evitar assimetrias de informação entre acionistas e gestores. Todavia, se os fundos próprios internos se esgotarem, não sendo suficientes para suportar os investimentos, as organizações optam por recorrer ao financiamento externo, normalmente via emissão de dívida por ser mais benéfica que o capital próprio. Neste contexto, o risco financeiro da empresa cresce devido aos gastos que se encontram por liquidar que consomem parte dos resultados alcançados. Posteriormente, se ainda existir necessidade de financiamento, uma das últimas opções é recorrer à emissão de ações junto dos acionistas (Myers & Majluf, 1984).

Neste ponto de vista, a Teoria da *Pecking Order* sustenta a assimetria de informação como uma condição porque os *insiders* (gestores) possuem informação privilegiada face aos *outsiders* (acionistas), pondo em causa os juízos de valor realizados pelos investidores. Consequentemente, isto faz com que cada informação constitua um sinal financeiro a ser interpretado pelo mercado (Ross, 1977).

Ross (1977) desenvolveu a Teoria da Sinalização, na qual expôs que os gestores mais informados utilizam a estrutura de capital para transmitir um sinal ao mercado. Este, por sua vez, consegue interpretar esses sinais: a emissão de dívida traduz-se num bom sinal porque suscita a perceção de que a organização consegue gerar lucro fazendo face às suas obrigações e, pelo contrário, a emissão de novas ações manifesta-se como um mau sinal uma vez que a desvalorização da empresa se demonstra superior à valorização obtida pelo recurso inicial à dívida.

Outra hipótese desenvolvida para explorar a estrutura de capital das empresas é a Teoria do *Market Timing* apresentada por Baker e Wurgler (2002), que se apoia nas eventuais assimetrias de informação e falhas de mercado. O principal pressuposto desta teoria é a existência de uma relação entre o nível de endividamento e o rácio *market-to-book*², pelo que as empresas devem averiguar as competências do mercado num determinado período e modificar a sua política de estrutura de capital de acordo com os valores deste rácio. Ou

² Rácio entre o valor do capital próprio no mercado (capitalização bolsista) e o valor contabilístico do mesmo.

seja, se o rácio *market-to-book* assumir um valor elevado (reduzida alavancagem) então as ações de uma determinada empresa estão sobreavaliadas sendo compensador emitir ações. Se, por outro lado, o rácio *market-to-book* for baixo (elevada alavancagem) significa que a empresa se encontra subavaliada pelo que é preferível recomprar ações (Baker & Wurgler, 2002).

A Teoria da Agência, formalizada por Jensen e Meckling (1976), analisa os conflitos de interesses que poderão ocorrer entre acionistas e gestores, por um lado, e acionistas e credores, por outro, na medida em que estes podem ter visões diferentes no que respeita às decisões que devem ser tomadas. De acordo com os autores, a estrutura de capital de uma empresa depende do valor da dívida que mitiga estes conflitos, originando eventuais custos de agência. O nível de endividamento de uma empresa pode ser usado como método de controlo dos gestores, uma vez que a criação de dívida mitiga os custos de agência reduzindo o *cash flow* disponível (Jensen, 1986). Desta forma, quanto maior for a alavancagem menor serão os problemas de agência, permitindo um aumento do valor da empresa, induzindo os gestores a prosseguir no interesse dos acionistas (Jensen, 1986). Por outro lado, o inverso também pode ocorrer quando existe conflito de agência entre acionistas e credores. Com o aumento do endividamento, os credores tentam salvaguardar-se de possíveis decisões mais arriscadas por parte dos acionistas e, como tal, aumentam os custos de agência, através do aumento de taxas de juro de empréstimos futuros e da concessão de cláusulas, com o propósito de controlar o risco de insolvência da empresa (Villalonga et al., 2014).

Uma teoria que, apesar de não ser um referencial teórico da estrutura de capital, confronta alguns dos pressupostos da Teoria da Agência, é a Teoria do *Stewardship*. Esta teoria defende que eventuais conflitos não se devem à separação entre propriedade e controlo, porque o agente atua de acordo com o interesse organizacional dos acionistas maximizando a sua utilidade (Donaldson & Davis, 1991). Alguns estudos verificaram que este comportamento não é impulsionado apenas pela recompensa financeira, mas também pela necessidade de reconhecimento e satisfação pelo bom desempenho, reduzindo o custo de agência e melhorando o desempenho financeiro da empresa e a necessidade de reconhecimento (Donaldson & Davis, 1991).

2.2 As práticas de *corporate governance* como determinantes da estrutura de capital

As práticas de *corporate governance* têm sido uma temática longamente debatida no âmbito das finanças empresariais, não existindo um entendimento cabal e consensual nas práticas empresariais entre os diversos países (Solomon & Solomon, 2004). No entanto, os estudos iniciais apareceram com Berle e Means (1932), evidenciando a separação entre propriedade e controle, expondo um conflito de interesses entre acionistas e gestores. Posteriormente, em 1976, Jensen e Meckling sustentam que o *corporate governance* deve ser observado como um conjunto de meios, tanto internos como externos, com o intuito de minimizar os custos subjacentes aos conflitos de agência, que resultam da enunciada separação entre os detentores de capital (principal) e aqueles que, por seu mandato, controlam a empresa (agentes).

De acordo com o relatório de Cadbury (1992), o governo das sociedades é entendido como o sistema pelo qual as empresas são geridas e controladas. Ou seja, é uma forma de gestão que abrange práticas e ligações internas que podem ser vistas como normas a seguir. O principal propósito deste relatório era o de repor a confiança dos investidores nos mercados, por meio de sistemas, diretrizes e advertências do governo das sociedades (Cadbury, 1992).

Segundo Parkinson (1994), referido por Solomon e Solomon (2004, p.13), estes caracterizam *corporate governance* como “o processo de supervisão e controle destinado a garantir que a gestão da empresa age de acordo com os interesses dos acionistas”.

Num processo de negociação, as relações são definidas no decorrer de interações sociais, mais concretamente através de um contrato estabelecido entre duas partes, o principal (acionista) e o agente (gestor). O acionista é visto como alguém que detém uma ou mais ações numa empresa que, por sua vez, concede o direito de decisão ao gestor para que este possa agir no seu interesse. Nas empresas cotadas e de grande dimensão, cabe aos acionistas nomear o Conselho de Administração (CA), sendo este visto como um mecanismo importante de governo das sociedades, cuja responsabilidade é, não só liderar e tomar decisões estratégicas, que engloba as decisões de investimento, de financiamento

e de aplicação de resultados, como garantir a proteção do interesse de todos os *stakeholders*³.

Em Portugal, as sociedades de capital aberto em bolsa devem possuir um regulamento interno que apresente as atividades e deveres do CA (Monteiro, 2019). Assim, a CMVM (2013) clarifica as imposições do Conselho: (i) deliberar a estratégia e a doutrina da sociedade; (ii) definir uma estrutura organizacional; (iii) expor soluções estratégicas. Sob o ponto de vista empresarial, a OCDE (2016, p. 9) também contribuiu com a publicação dos *Princípios de governo das sociedades*, definindo-o como “um conjunto de relações entre os órgãos de gestão de uma empresa, o seu conselho de administração, os seus acionistas e *stakeholders*. O governo das sociedades fornece também a estrutura através da qual os objetivos da empresa são definidos e se determina os meios para os alcançar e monitorizar o desempenho”. Relativamente ao CA, refere que este tem um papel crucial no controlo do desempenho da gestão com o objetivo de proporcionar uma recompensa satisfatória aos acionistas, prevenindo-se de eventuais conflitos de interesses e equilibrando as discrepâncias na organização (OCDE, 2016).

Normalmente, os CA são compostos por administradores internos ou externos. Os membros internos ou executivos manifestam maior conhecimento sobre a natureza dos projetos de investimento da entidade. Os membros externos ou independentes (não executivos) são escolhidos devido à sua experiência na gestão e não têm qualquer ligação com os internos (ou *insiders*), pelo que são importantes para providenciar de uma forma mais transparente a informação e ajudar a alinhar os interesses dos acionistas com o dos *insiders* (gestores).

Ao longo do tempo, diversos autores (por exemplo, Abor, 2007; Alves et al., 2015; Berger et al., 1997; Dimitropoulos, 2014; Sheikh e Wang, 2012; Usman et al., 2019; Zaid et al., 2020) têm vindo a averiguar a relação existente entre as práticas de *corporate governance* e as decisões de endividamento das empresas, dado que um dos objetivos das práticas de governo empresarial é minorar os conflitos de agência, isto é, a discordância de interesses entre os proprietários e os gestores, assim como entre os proprietários e os credores.

Desta forma, para analisar a relação entre os mecanismos de *corporate governance* e o nível de endividamento das empresas, é importante rever e mencionar alguns estudos

³ Conjunto de pessoas que apresentam interesse nos processos e resultados da empresa, nomeadamente, acionistas, investidores, governo, clientes, concorrentes, empregados e, até, na comunidade envolvente.

sobre esta temática, evidenciando alguns determinantes que têm impacto na estrutura de capital das empresas, nomeadamente a dimensão do CA, a independência do CA, a dualidade do CEO e a diversidade de género do CA.

2.2.1 Dimensão do Conselho de Administração

A dimensão do CA, ao longo dos anos, tem sido um dos determinantes mais relevantes do governo empresarial pois permite monitorizar a eficácia na gestão das atividades (Lipton & Lorsch, 1992). Para que uma empresa seja bem-sucedida, é crucial que o CA seja eficiente e eficaz, não seja composto por vários membros e que exista consenso entre estes.

Lipton e Lorsch (1992) testaram a relevância da eficiência dos conselhos em entidades norte-americanas. Verificaram que, para um período limitado, existe uma maior dificuldade em comunicar e partilhar opiniões quando os conselhos são constituídos por mais de dez administradores. Em contrapartida, afirmam que um CA mais pequeno apresenta uma maior probabilidade de tomar decisões mais eficazes, uma vez que os membros, em número mais reduzido, se conhecem melhor.

Estudos empíricos revelam umnexo misto entre a dimensão do CA e a estrutura de capital. Alves et al. (2015) analisaram a conexão entre a composição do CA e a estrutura de capital para uma amostra multinacional de cerca de 33 países com características distintas, para o período compreendido entre 2006 e 2010. Em concordância com a Teoria da *Pecking Order*, de Myers e Majluf (1984), argumentam que um grande CA diminuiu a assimetria de informação e, como tal, leva as empresas a recorrer a dívida de longo prazo de forma a maximizar o desempenho da mesma, tendo demonstrado que a dimensão do CA tem um efeito positivo no nível de endividamento. Contrariamente, Berger et al. (1997) observaram que grandes CA causam uma elevada pressão na gestão executiva para que a mesma consiga um menor nível de dívida com o intuito de maximizar o valor da empresa, tendo concluído que o endividamento é menor quando o CA é maior, evidenciando uma relação negativa entre o endividamento e a dimensão.

Sheikh e Wang (2012), cujo estudo se prende com a averiguação do impacto que os mecanismos de governo empresarial têm nas decisões relativas à estrutura de capital das empresas paquistanesas durante os anos 2004 a 2008, e Zaid et al. (2020), cujo estudo se

remete aonexo de causalidade entre as práticas do CA e as decisões de financiamento de empresas não financeiras na Palestina, para o período de 2013 a 2018, concluíram que empresas que possuem CA de grandes dimensões apresentam uma capacidade acrescida para monitorizar as ações da gestão, facilitando a partilha da informação entre os seus membros, levando à redução do custo da dívida. Desta forma, verificaram uma relação positiva entre a dimensão do CA e o endividamento, uma vez que a melhoria da reputação da organização cria oportunidades de acesso a financiamento de fontes externas.

2.2.2 Independência do Conselho de Administração

Fama (1980) menciona que o comportamento do CA está dependente do seu grau de independência. Esta independência está associada à existência de administradores externos, independentes, que não têm um vínculo com a empresa que estão a gerir, demonstrando uma visão mais focada para os objetivos dos acionistas.

Segundo a Teoria da Agência, uma grande proporção de administradores não executivos consolida a capacidade para a empresa de se salvaguardar de possíveis insolvências. A este respeito, Sheikh e Wang (2012) constataram que o grau de independência do CA está positivamente relacionado com o nível de endividamento, visto que um número elevado de administradores externos permite controlar as ações de gestão mais de perto e, com isso, tomar as devidas precauções, originando, à vista dos credores, um bom governo das sociedades, aumentando assim o acesso ao financiamento por esta via. Zaid et al. (2020) apoiam esta teoria, tendo também obtido para esta variável, independência do CA, uma influência positiva e estatisticamente significativa, denotando que a presença de diretores independentes no CA potencia a credibilidade, suscitando aos credores melhor aptidão para o pagamento de dívidas, levando assim à redução do custo de endividamento e, consequentemente, ao aumento do acesso das empresas ao financiamento externo. Na mesma perspetiva, Usman et al. (2019) demonstram que entidades com mais membros independentes nos seus CA pagam menos pelo financiamento da dívida.

Em contrapartida, Dimitropoulos (2014) obteve um efeito negativo entre a proporção de administradores não executivos e o endividamento. Abordou esta temática com o intuito de perceber qual o impacto da qualidade de *corporate governance* na estrutura de capital dos clubes de futebol europeus, para o período de 2005 a 2009. Concluiu que as práticas de governo empresarial mais eficientes, como a independência do CA, provocam uma

diminuição no nível de endividamento das empresas, mitigando assim o risco de instabilidade financeira. No mesmo sentido, Wen et al. (2002) e Anderson et al. (2004) concluíram que a presença de diretores não executivos no CA permite um controle mais eficiente e eficaz dos gestores, levando a uma redução do nível de endividamento para maximizar a riqueza dos acionistas, dado que acreditam que as empresas procuram níveis de dívida mais baixos para alcançar resultados superiores.

2.2.3 Dualidade do CEO

Outra prática muito importante prende-se com a dualidade do CEO, isto é, o facto de o presidente do CA ser também presidente da comissão executiva, tendo desta forma funções de gestão (Krause et al., 2013). Neste sentido, ao CEO cabe a função executiva de governar o crescimento da empresa (as suas operações), enquanto ao presidente do CA cabe o dever de estipular objetivos estratégicos para potenciar o valor da empresa. Para Palanissamy (2015), com o intuito de estimular a autonomia e transparência, os detentores de capital e *stakeholders* demonstram-se mais propensos à separação das funções de CEO e de presidente do CA.

Para Sheikh e Wang (2012) a Teoria da Agência refere que os conflitos que possam advir entre acionistas e gestores podem ser mitigados pela segregação de funções de gestão (CEO) e controlo (presidência CA), melhorando o desempenho da empresa. Silva et al. (2021) argumentam que uma conjunção de CEO e presidente potencia o risco na tomada de decisão, podendo pôr em causa o processo de controlo e o desempenho da empresa. Consequentemente, os credores não concederão financiamento a estas entidades devido ao alto nível de risco referente à dualidade do CEO.

Estudos empíricos revelam umnexo misto entre a dualidade do CEO e a estrutura de capital. O estudo de Balatbat et al. (2004) obteve evidências de que as empresas onde o CEO desempenha simultaneamente as funções de presidente do CA exibem um comportamento menos satisfatório comparativamente a outras que não manifestem a dualidade do CEO. Este pressuposto vai ao encontro da Teoria da Agência, uma vez que o papel duplo do CEO limita a capacidade do CA em supervisionar as decisões do presidente da comissão executiva (Fama & Jensen, 1983). Zaid et al. (2020) verificaram que a separação de funções resulta num maior recurso a fontes de financiamento externas, na medida em que se o papel de CEO for também o de presidente do CA vai gerar um

aumento de risco porque este pode debilitar o processo de controlo e monitorização da empresa e, com isso, afetar a reputação da mesma. Este estudo vai ao encontro do de Fosberg (2004) e de Usman et al. (2019) que referem que a dualidade potencia a redução do nível de endividamento na estrutura de capital da empresa. Desta forma, acredita-se que a dualidade do CEO está negativamente associada ao nível de dívida de uma organização.

Em sentido contrário, autores que defendem a teoria do *Stewardship* afirmam que a dualidade do CEO transmite confiança e gera melhores resultados para os acionistas, porque o poder está concentrado numa só pessoa que atua no interesse da organização (Donaldson & Davis, 1991). Stoeberl e Sherony (1985) afirmam que a função dupla do CEO melhora a eficiência na formulação e implementação da estratégia, aprimorando o desempenho financeiro da empresa e, conseqüentemente, diminuindo os custos de agência. Abor (2007), cujo estudo se remeteu à análise da relação entre o governo das sociedades e as decisões de estrutura de capital das empresas cotadas no Gana, e Dimitropoulos (2014), que averiguou o impacto do *corporate governance* na estrutura de capital dos clubes de futebol europeus, concluíram que organizações que manifestem dualidade do CEO evidenciam um maior nível de endividamento porque a tomada de decisão concentra-se numa pessoa que age consoante o interesse organizacional, observando uma relação positiva entre a dualidade do CEO e o nível de endividamento de uma empresa. Paralelamente, Yang e Zhao (2014) acrescentam que a dualidade do CEO é vantajosa para as empresas, uma vez que permite uma maior eficácia e rapidez na tomada de decisão pelo facto de esta se concentrar na mesma pessoa.

2.2.4 Diversidade de género do Conselho de Administração

A diversidade de género do CA tem sido uma questão que, embora debatida sistematicamente, tanto na vertente académica, como na empresarial, ainda não é consensual no que respeita ao seu impacto na estrutura de capital de uma empresa.

Croson e Buchan (1998) defendem que os homens não são tão cooperantes e íntegros comparativamente às mulheres, pelo que empresas geridas por mulheres podem melhorar a dinâmica do CA. No entanto, quando é necessário tomar decisões de financiamento, as mulheres revelam uma maior aversão ao risco e uma menor recetividade ao endividamento da empresa (Barber & Odean, 2001).

Faccio et al. (2016) investigaram o impacto da diversidade de gênero do CEO na alocação de capital em empresas europeias. Obtiveram evidências de que as empresas geridas por CEO do gênero feminino demonstram decisões de alavancagem muito inferiores face a empresas dirigidas por homens. Nyamweya (2015) chegou à mesma conclusão, tendo verificado a existência de uma relação negativa entre a diversidade de gênero no CA e o endividamento, declarando que o nível de endividamento diminui quando o CA é composto por alguns membros do gênero feminino. De acordo com estes autores, Faccio et al. (2016) e Nyamweya (2015), o mesmo poderá ser explicado pelo facto de as mulheres serem mais avessas ao risco e por isso mesmo recorrerem a menos dívida para se financiarem. Neste ponto de vista, Maxfield et al. (2010) descrevem, igualmente, que as mulheres são mais avessas ao risco e, que por isso mesmo, recorrem a menos dívida para se financiarem, enquanto os homens tomam decisões de risco elevado, pois não têm receio dos riscos que possam advir pelo recurso ao endividamento.

Em 2018, Elmagrhi et al. analisaram a relação entre a diversidade de gênero do CA, *corporate governance*, estrutura de capital e desempenho financeiro de empresas não financeiras do Reino Unido. Contrariamente aos estudos anteriores, verificaram que, sob a perspetiva da teoria de agência, empresas que têm mulheres no seu CA estão mais propensas ao uso de dívida de forma a reduzirem as possíveis atitudes oportunistas dos membros do gênero masculino.

Usman et al. (2019) abordaram esta prática de governo das sociedades com o intuito de perceber se a diversidade de gênero no CA minimiza os conflitos de agência das empresas chinesas que se encontram cotadas em bolsa, durante o período 2004 e 2017. Os resultados obtidos demonstraram que a existência de mulheres na administração reduz os custos de agência e melhora o *governance* da empresa, ainda mais quando o CA é constituído por mais do que um membro do gênero feminino, pois possibilita que a tomada de decisão seja feita com maior qualidade e prudência. Neste sentido, o estudo de Zaid et al. (2020) verificou que empresas que apresentam um CA com uma maior diversidade de gênero se demonstram mais suscetíveis a um financiamento com recurso à dívida, dado que a existência de membros do gênero feminino transmite uma maior confiança a quem financia e, por essa razão, é mais fácil obter financiamento por via de dívida.

2.3 Objetivos e Desenvolvimento das Hipóteses de Investigação

Tendo em consideração a possível relação que as práticas de *corporate governance* podem ter sobre o nível de endividamento das empresas, este estudo empírico tem como principal objetivo investigar como as práticas de governo empresarial, nomeadamente a dimensão do CA, a independência do CA e a dualidade do CEO, afetam as decisões de endividamento das empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon* e perceber se existe um efeito moderador da diversidade de género na relação entre *corporate governance* e estrutura de capital.

De forma a responder a estas questões de investigação, será realizada uma análise da estrutura de capital de empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon*, durante o período de 2015 a 2020, com o propósito de averiguar o impacto que as práticas de *corporate governance* têm nas decisões de endividamento destas entidades.

Por conseguinte, definiu-se uma série de hipóteses de investigação, fundamentando os estudos apoiados por diversos autores.

2.3.1 Dimensão do Conselho de Administração

A dimensão do CA é uma característica importante do governo das sociedades dado que representa a capacidade que a organização tem em monitorizar as atividades de gestão (Fama & Jensen, 1983).

De acordo com a Teoria de Agência, um CA de grande dimensão tem maior probabilidade de reduzir os custos de agência, uma vez que os credores percecionam que organizações com esta característica estão mais predispostas a um adequado controlo, permitindo um rápido acesso ao endividamento. Por sua vez, e partindo do princípio de que organizações de maior dimensão apresentam um CA mais alargado, na teoria da *Pecking Order*, organizações de grande dimensão manifestam menores assimetrias de informação comparativamente a entidades mais pequenas, permitindo que os dados fornecidos às partes interessadas sejam mais fidedignos, transmitindo aos credores uma maior credibilidade destas empresas, favorecendo o seu acesso ao financiamento (Fama & French, 2002). Seguindo esta linha de pensamento, e corroborando com a teoria do *Trade-Off*, que refere que empresas de maior dimensão são mais diversificadas e, por isso, têm mais possibilidades de aceder ao mercado de dívida reduzindo a probabilidade de insolvência, é passível de comprovar a existência de uma relação positiva entre a

dimensão e o endividamento. No entanto, a Teoria da *Pecking Order* menciona que as grandes empresas podem alcançar resultados excessivos, originando uma maior captação de recursos próprios, potenciando o autofinanciamento e minimizando a alavancagem, podendo aqui existir uma relação negativa entre a dimensão e o nível de endividamento.

De acordo com o que se referiu no subcapítulo 2.2.1 deste trabalho, pode verificar-se que a evidência empírica demonstra uma relação diversa entre a dimensão do CA e a estrutura de capital. Por um lado, segundo a perspectiva da Teoria da Agência e do *Trade-Off*, para os credores, organizações com CA de grandes dimensões são mais suscetíveis de manter o seu valor e reputação, pelo que o custo da dívida é mais reduzido, assumindo, assim, uma relação positiva entre esta variável e o nível de endividamento. Em contrapartida, a Teoria da *Pecking Order* menciona que empresas com grandes CA tendem a obter resultados exorbitantes, levando a que as entidades recorram mais ao financiamento interno, diminuindo o endividamento, assumindo, deste modo, uma relação negativa entre esta variável e o nível de endividamento.

Hipótese 1a: A dimensão do conselho de administração tem um efeito positivo no nível de endividamento das empresas, verificando-se o preconizado pela Teoria da Agência e do *Trade-Off*.

Hipótese 1b: A dimensão do conselho de administração tem um efeito negativo no nível de endividamento das empresas, verificando-se o preconizado pela Teoria da *Pecking Order*.

2.3.2 Independência do Conselho de Administração

O grau de independência do CA é outro fator que afeta as entidades, na medida em que a função dos administradores se remete ao controlo e à conveniente tomada de decisões. Tendo em apreço os estudos empíricos mencionados no subcapítulo 2.2.2, conclui-se que apesar de existir uma relação distinta, a maior parte das evidências empíricas revela que um CA gerido por membros independentes é mais benéfico para considerar os variados interesses das partes envolvidas. Nesta perspectiva, para os credores, um CA com elevado número de membros externos apresenta fortes estímulos para responder às suas expectativas no cumprimento do serviço da dívida, gerando-lhes maior confiança. Isto pode ser explicado segundo a Teoria da Agência, na medida em que uma elevada

proporção de administradores independentes reduz a possibilidade de insolvência e cria um ambiente cooperante na organização quanto à criação de dívida, aumentando assim o acesso ao financiamento (Zaid, et al., 2020). Contudo, de acordo com a Teoria da *Pecking Order*, as empresas recorrem a menos dívida para se financiarem com o propósito de minimizarem o risco de instabilidade financeira para que os custos que se encontram por liquidar não consumam parte dos resultados alcançados.

Desta forma, a formulação desta hipótese foi desenvolvida, por um lado, segundo a perspectiva da Teoria da Agência, assumindo uma relação positiva entre esta variável e o nível de endividamento e, por outro lado, segundo a Teoria da *Pecking Order* assumindo uma relação negativa.

Hipótese 2a: A proporção de administradores não executivos tem um efeito positivo no nível de endividamento das empresas, verificando-se o preconizado pela Teoria da Agência.

Hipótese 2b: A proporção de administradores não executivos tem um efeito negativo no nível de endividamento das empresas, verificando-se o preconizado pela Teoria da *Pecking Order*.

2.3.3 Dualidade do CEO

Pela literatura referida no subcapítulo 2.2.3, demonstra-se que a dualidade do CEO se interrelaciona com as decisões de financiamento de uma organização. No entanto, as evidências empíricas revelam umnexo misto entre esta variável e a estrutura de capital. Do ponto de vista teórico, Brickley et al. (1977) mencionam que as empresas não apresentam uma estrutura única porque a dualidade de funções ou a sua separação têm os seus próprios custos e proveitos e, como tal, a dualidade pode ser vantajosa para algumas empresas, enquanto a segregação poderá ser benéfica para outras. Fama e Jensen (1983), indicam que o papel do CEO não deve ser o mesmo que o do presidente do CA, uma vez que, tal como nos sugere a Teoria da Agência e do *Trade-Off*, isso pode levar ao aumento dos custos de agência, porque as funções de controlo e aplicação estão na mesma pessoa. Contrariamente, a Teoria do *Stewardship* defende que a dualidade do CEO transmite confiança e gera melhores resultados porque a tomada de decisão se concentra numa só

pessoa que age consoante o interesse organizacional e que se vê impulsionado pela necessidade de reconhecimento, levando, assim, à diminuição dos custos de agência.

Face ao exposto no subcapítulo 2.2.3, a formulação desta hipótese foi repartida em sub-hipóteses. Por um lado, teve-se por base a Teoria da Agência e do *Trade-Off*, na medida em que nos sugere que a dualidade do CEO potencia os conflitos de interesse levando à redução do nível de endividamento, esperando-se um sinal negativo desta relação. Por outro lado, teve-se por base a Teoria do *Stewardship*, que nos sugere que a dualidade do CEO provoca um aumento no nível de endividamento, esperando-se obter um sinal positivo.

Hipótese 3a: A dualidade do CEO tem uma relação negativa com o nível de endividamento das empresas, verificando-se o preconizado pela Teoria da Agência e do *Trade-Off*.

Hipótese 3b: A dualidade do CEO tem uma relação positiva com o nível de endividamento das empresas, verificando-se o preconizado pela Teoria do *Stewardship*.

2.3.4 Diversidade de género do Conselho de Administração

No contexto do custo da dívida e da Teoria da *Pecking Order*, constata-se que um CA com diversidade de género exhibe um custo de dívida mais reduzido, dado que a participação de mulheres no CA atenua a conduta oportunista e a assimetria de informação na organização, influenciando a perceção dos credores para a capacidade de liquidação da dívida (Usman et al., 2019). Na perspetiva da Teoria do *Trade-Off*, Jensen e Meckling (1976) reiteram que a existência de incentivos fiscais no pagamento de juros incentiva o financiamento por recurso à dívida para minimizar o pagamento de impostos e aumentar o valor da organização. Logo, empresas que pretendem maximizar o seu valor e que são constituídas por um grande nível de diversidade de género no seu CA tendem a recorrer a mais dívida do que as restantes e isso pode ser explicado pelo facto de o financiamento de dívida, perante a presença de membros do sexo feminino, ser mais acessível (Zaid, et al., 2020). Na ótica da Teoria da Agência, um CA com maior diversidade de género origina melhores resultados no controlo dos gerentes, uma vez que a heterogeneidade do género intensifica a independência do CA. No entanto, empresas

que apresentem no seu CA grandes níveis de diversidade de género também podem recorrer a menos dívida para se financiarem devido ao facto de as mulheres se demonstrarem mais avessas ao risco.

Apesar de a maioria dos estudos empíricos mencionar que o êxito do CA, que está diretamente relacionado com o seu perfil, tem impacto na estrutura de capital das empresas, não têm em apreço a possibilidade de a diversidade de género ser um fator crucial na relação presente entre os mecanismos de governo empresarial e o nível de endividamento.

Desta forma, é plausível afirmar-se que as qualidades do CA, como a dimensão, o grau de independência e a dualidade do CEO, têm impacto significativo na estrutura de capital das empresas. Tendo em conta os estudos empíricos mencionados no subcapítulo 2.2.4, assim como os pressupostos da Teoria da Agência, da Teoria da *Pecking Order* e da Teoria do *Trade-Off* relativamente à diversidade de género no CA, consoante a perspetiva de que as mulheres mitigam as atitudes oportunistas dos membros do género masculino, é de esperar que o nível de endividamento seja maior quando o CA for formado por um número equitativo de administradores do sexo feminino e masculino. Sob outro ponto de vista, a Teoria da *Pecking Order* tem em apreço o risco associado, como tal pode assumir uma relação inversa, dado que a aversão ao risco das mulheres pode levar a que o nível de endividamento seja menor quando o CA for formado por um número equitativo de administradores do sexo feminino e masculino.

Deste modo, baseando-se em Zaid et al. (2020), esta hipótese dividir-se-á em três sub-hipóteses, que por sua vez se dividem em mais duas sub-hipóteses.

Hipótese 4: O papel moderador da diversidade de género fortalece a relação entre as variáveis explicativas e o nível de endividamento.

Hipótese 4a1: Quanto maior a diversidade de género, mais forte e positiva será a relação entre a dimensão do CA e o nível de endividamento das empresas, verificando-se o preconizado pela Teoria da Agência e do *Trade-Off*.

Hipótese 4a2: Quanto maior a diversidade de género, mais forte e negativa será a relação entre a dimensão do CA e o nível de endividamento das empresas, verificando-se o preconizado pela Teoria da *Pecking Order*.

Hipótese 4b1: Quanto maior a diversidade de género, mais forte e positiva será a relação entre a independência do CA e o nível de endividamento das empresas, verificando-se o preconizado pela Teoria da Agência e do *Trade-Off*.

Hipótese 4b2: Quanto maior a diversidade de género, mais forte e negativa será a relação entre a independência do CA e o nível de endividamento das empresas, verificando-se o preconizado pela Teoria da *Pecking Order*.

Hipótese 4c1: Quanto maior a diversidade de género, mais forte e negativa será a relação entre a dualidade do CEO e o nível de endividamento das empresas, verificando-se o preconizado pela Teoria da *Pecking Order*.

Hipótese 4c2: Quanto maior a diversidade de género, mais forte e positiva será a relação entre a dualidade do CEO e o nível de endividamento das empresas, verificando-se o preconizado pela Teoria da Agência e do *Trade-Off*.

A resposta a estas hipóteses revela-se crucial para a progressão do estudo de investigação, visto que permitirá compreender e ter uma possível apresentação de uma conclusão acerca das questões iniciais. Desempenhará um fator fulcral para indagar, inicialmente, se as melhores práticas de governo empresarial, que se materializam em variáveis como a dimensão do CA, o grau de independência do CA e a dualidade do CEO, influenciam a deliberação das empresas no processo de financiamento com recurso à dívida. E, posteriormente, para perceber se existe ou não um efeito moderador da diversidade de género entre os diversos mecanismos de *corporate governance* e as decisões de endividamento das empresas portuguesas.

Na Tabela 1 sintetizam-se as evidências empíricas referidas anteriormente, assim como as hipóteses de investigação definidas e o sinal esperado.

Tabela 1- Resumo dos estudos sobre as práticas de corporate governance como determinantes da estrutura de capital e definição das hipóteses de investigação

Mecanismos de corporate governance no endividamento	Autor (Ano)	Tipo de Empresas	Resultado Obtido	Hipóteses de Investigação (formuladas consoante as teorias da estrutura de capital)	Teoria da Estrutura de Capital	Efeito Esperado sobre o Endividamento
Dimensão do CA	Lipton e Lorsch (1992) Berger et al. (1997)	Cotadas (Norte Americanas) Todas (China)	O endividamento é menor quando a dimensão do CA é maior, dado que grandes CA provocam elevada pressão na gestão executiva para que esta incremente o valor da empresa.	H1b: A dimensão do CA tem um efeito negativo no nível de endividamento das empresas.	Teoria da <i>Pecking Order</i>	-
	Sheikh e Wang (2012) Alves et al. (2015) Zaid et al. (2020)	Não financeiras cotadas (Paquistão) Multinacionais não financeiras Não financeiras cotadas (Palestina)	Empresas com CA de grande dimensão têm maior capacidade em controlar as ações da gestão, diminuindo assim a assimetria de informação entre os membros e o custo da dívida.	H1a: A dimensão do CA tem um efeito positivo no nível de endividamento das empresas.	Teoria da Agência e do <i>Trade-Off</i>	+
Independência do CA	Wen et al. (2002) Anderson et al. (2004) Dimitropoulos (2014)	Não financeiras cotadas (China) Não financeiras cotadas (EUA) Clubes de futebol (Europa)	A presença de diretores independentes leva à redução do nível de endividamento, com o propósito de as empresas minimizarem o risco de instabilidade financeira, para que os custos não consumam parte dos resultados alcançados.	H2b: A proporção de administradores não executivos tem um efeito negativo no nível de endividamento das empresas.	Teoria da <i>Pecking Order</i>	-
	Sheikh e Wang (2012) Usman et al. (2019) Zaid et al. (2020)	Não financeiras cotadas (Paquistão) Cotadas (China) Não financeiras cotadas (Palestina)	A presença de diretores independentes no CA permite controlar mais de perto as ações de gestão e, com isso tomar as devidas precauções, originando maior credibilidade à vista dos credores, levando à redução do custo da dívida e ao aumento do acesso ao financiamento.	H2a: A proporção de administradores não executivos tem um efeito positivo no nível de endividamento das empresas.	Teoria da Agência	+
Dualidade do CEO	Balatbat et al. (2004) Fosberg (2004) Sheikh e Wang (2012) Usman et al. (2019) Zaid et al. (2020) Silva et al. (2021)	Cotadas (Bangladesh) Cotadas (Egito) Não financeiras cotadas (Paquistão) Cotadas (China) Não financeiras cotadas (Palestina) Cotadas no PSI-20 (Portugal)	A dualidade do CEO potencia o risco na tomada de decisão dado que pode pôr em causa o processo de controlo e reputação da empresa, afetando o acesso ao financiamento. Os autores concluíram também que a dualidade provoca a redução do nível de endividamento.	H3a: A dualidade do CEO tem uma relação negativa com o nível de endividamento das empresas.	Teoria da Agência e do <i>Trade-Off</i>	-
	Stoerberl e Sherony (1985) Abor (2007) Dimitropoulos (2014) Yang e Zhao (2014)	Todas Cotadas (Gana) Clubes de futebol (Europa) Todas (Norte Americanas)	A dualidade do CEO provoca um aumento do nível de endividamento uma vez que a tomada de decisão se concentra numa só pessoa que age consoante o interesse da organização.	H3b: A dualidade do CEO tem uma relação positiva com o nível de endividamento das empresas.	Teoria do <i>Stewardship</i>	+

Diversidade de Género do CA	Maxfield (2010) Nyamweya (2015) Faccio et al. (2016)	Todas (Norte Americanas) Cotadas (Nairobi) Todas (Europa)	A existência de mulheres no CA revela uma menor recetividade ao endividamento das empresas devido ao facto de as mulheres serem mais avessas ao risco e por isso recorrerem a menos dívida para se financiarem. Para estes autores, o nível de endividamento aumenta quando o CA é composto pelo género masculino.	<p>H4a2: Quanto maior a diversidade de género, mais forte e negativa será a relação entre a dimensão do CA e o nível de endividamento das empresas.</p> <p>H4b2: Quanto maior a diversidade de género, mais forte e negativa será a relação entre a independência do CA e o nível de endividamento das empresas.</p> <p>H4c1: Quanto maior a diversidade de género, mais forte e negativa será a relação entre a dualidade do CEO e o nível de endividamento das empresas.</p>	Teoria da <i>Pecking Order</i>	-
	Elmagrhi et al. (2018) Usman et al. (2019) Zaid et al. (2020)	Não financeiras (Reino Unido) Cotadas (China) Não financeiras cotadas (Palestina)	Empresas que apresentem um CA com uma alargada diversidade de género estão mais suscetíveis a obter financiamento porque a existência de mulheres no CA permite que a tomada de decisão seja feita com mais prudência devido ao facto de as mulheres serem mais íntegras que os homens, assim como permite reduzir os conflitos de agência.	<p>H4a1: Quanto maior a diversidade de género, mais forte e positiva será a relação entre a dimensão do CA e o nível de endividamento das empresas.</p> <p>H4b1: Quanto maior a diversidade de género, mais forte e positiva será a relação entre a independência do CA e o nível de endividamento das empresas.</p> <p>H4c2: Quanto maior a diversidade de género, mais forte e positiva será a relação entre a dualidade do CEO e o nível de endividamento das empresas.</p>	Teoria da Agência e do <i>Trade-Off</i>	+

Fonte: Elaboração Própria

CAPÍTULO III – DADOS E METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

3.1 Definição e Medição das Variáveis

Este trabalho surge com o propósito de averiguar o impacto que os mecanismos de *corporate governance* têm na estrutura de capital das organizações cotadas na *Euronext Lisbon*. Desta forma, com o intuito de alcançar este objetivo, é essencial estabelecer um conjunto de variáveis que possibilitem contemplar a relação das melhores práticas de governo empresarial com o nível de endividamento destas empresas, verificando se as mesmas recorrem a mais ou menos dívida para se financiarem.

3.1.1 Variável Dependente

A variável dependente neste estudo é o Endividamento Total, medido pela proporção entre a dívida total e o ativo total líquido. Esta escolha teve por base metodologias similares elaboradas por outros autores, como é o caso dos estudos de Berger et al. (1997), Sheikh e Wang (2012) e Zaid et al. (2020).

O Endividamento Total (EVT) é um índice financeiro da estrutura de capital usado para medir o nível de endividamento de uma empresa, revelando se esta apresenta boa ou má capacidade para o pagamento de parte da dívida e dos juros que acarreta. Ou seja, é um indicador que apura a percentagem dos ativos totais da organização que é financiada por dívida. Assim, as empresas ao endividarem-se conseguem potenciar o seu valor e extrair maiores rendibilidades do capital próprio (efeito financeiro de alavancagem). Em contrapartida, quanto maior for este indicador, maior será a alavancagem da empresa.

3.1.2 Variáveis Independentes

De forma a especificar a ligação ambígua entre as práticas de *corporate governance* e a estrutura de capital das empresas, estipulou-se um conjunto de variáveis explicativas que constituem alguns dos mecanismos de *corporate governance*, nomeadamente: a dimensão do CA, o grau de independência do CA e uma *dummy* denominada de dualidade do CEO (1= se CEO for um membro do CA; 0= caso contrário). Estas variáveis são relevantes para o teste das hipóteses de partida formuladas anteriormente, esperando que as mesmas contribuam para o poder explicativo do nível de endividamento das entidades.

No que respeita à dimensão do CA (DIMCA), Fama e Jensen (1983) sustentam que a dimensão do CA é um elemento essencial para analisar a competência em monitorizar e controlar as funções desempenhadas, uma vez que a capacidade de intervenção altera conforme o número de membros do CA. Pretende-se verificar se a dimensão do CA tem

ou não consequências no nível de endividamento das empresas portuguesas, sendo esta apurada através do logaritmo do número de membros do conselho, compreendendo os administradores executivos e não executivos. A seleção desta variável segue o preconizado na literatura por autores como Lipton e Lorsch (1992), Berger et al. (1997), Alves et al. (2015) e Zaid et al. (2020).

Relativamente ao grau de independência do CA (GIC) este deve ser compreendido como a ausência de conflitos de interesses e/ou relações passadas com a empresa, possibilitando ao CA a faculdade de tomar decisões, tendo em apreço o ponto de vista de cada um dos seus membros. Esta variável é medida através do quociente entre o número de administradores não executivos e o número total de administradores, representando a proporção de membros independentes no CA. A sua escolha teve por base o estudo de diversos autores, incluindo Berger et al. (1997), Zaid et al. (2020) e Wen et al. (2002).

A dualidade entre CEO e Presidente do CA (*Dummy=DUALCEO*) é um dos atributos fulcrais para averiguar o impacto que esta tem no nível de endividamento das empresas. Para a medição desta variável considerou-se que a mesma seria uma *dummy*, onde será 1 se o CEO for presidente do CA e 0 caso contrário. Esta escolha teve por base estudos semelhantes elaborados por outros autores, tal como Fosberg (2004), Abor (2007) e Zaid et al. (2020).

3.1.3 Variável Moderadora

Uma das principais questões desta dissertação é analisar o nexos existente entre os mecanismos de governo empresarial e o nível de endividamento. Existem muitos estudos empíricos assentes nesta temática, embora a maioria dos autores não considerem a possibilidade de a existência do efeito moderador da diversidade de género ser um fator crucial na relação entre *corporate governance* e estrutura de capital. Nesse sentido, investigar-se-á o efeito que a diversidade de género do CA (DIVGENCA) tem como sendo uma variável moderadora que influencia o nexos entre a variável dependente e as variáveis independentes deste estudo. Assim, de acordo com Zaid et al. (2020), esta variável será calculada através do rácio entre o número de mulheres que compõem o CA de uma organização e o número total de membros do CA.

3.1.4 Variáveis de Controlo

Neste estudo empírico serão identificadas diversas variáveis de controlo, que estão teoricamente relacionadas com a estrutura de capital, com o objetivo de tornar o modelo mais preciso. Desta forma, a estrutura de capital de uma empresa pode ser afetada pela sua dimensão, rendibilidade do ativo e tipo de indústria.

Relativamente à dimensão da empresa (DIME), Fama e French (2002) referem que organizações de grande dimensão têm maior acesso ao financiamento devido à inexistência de assimetria de informação. De acordo com os autores Alves et al. (2015) e Zaid et al. (2020), esta variável será medida através do logaritmo do valor do ativo total líquido.

A Rendibilidade do Ativo (ROA) visa medir a capacidade de uma entidade gerar resultados através dos seus ativos. Como tal, empresas que demonstrem um bom desempenho financeiro podem apresentar um menor custo de financiamento estimulando o uso de mais dívida (Anderson et al., 2004). Assim, a rendibilidade será medida pelo rácio entre o resultado líquido e o ativo total.

Por último, o tipo de indústria (INDUST) denota-se também uma variável relevante, na medida em que os resultados podem diferir tendo em consideração a área de negócio e, de acordo com Bradley et al. (1984) os níveis de endividamento são diferentes de acordo com o setor de atividade. Para melhor monitorizar as discrepâncias dos negócios considerou-se a variável tipo de indústria como sendo uma *dummy*, de acordo com *Industry Classification Benchmark* (ICB), desenvolvido pelo FTSE e o Dow Jones, e aplicado às empresas cotadas na *Euronext Lisbon*.

Tabela 2- Proxies para as variáveis relevantes deste estudo

	Variáveis	Denominação	Fórmula de Cálculo	Fonte	
Dependente	Endividamento Total (%)	EVT	$\frac{\text{Passivo}}{\text{Ativo Total Líquido}}$	Berger et al. (1997); Sheikh e Wang (2012); Zaid et al. (2020)	
	Independentes	Dimensão do CA	<i>DIMCA</i>	Logaritmo do número de membros do CA	Lipton e Lorsch (1992); Berger et al. (1997); Alves et al. (2015); Zaid et al. (2020)
		Independência do CA (%)	<i>GIC</i>	$\frac{N.º \text{ Administradores não executivos}}{N.º \text{ Total de Administradores}}$	Berger et al. (1997); Wen et al. (2002); Zaid et al. (2020)
	Dualidade CEO	<i>DUALCEO</i>	Variável <i>dummy</i> : 1 = se CEO for presidente do CA 0 = caso contrário	Fosberg (2004); Abor (2007); Zaid et al. (2020)	
Moderadora	Diversidade de Género do CA (%)	<i>DIVGENCA</i>	$\frac{N.º \text{ Mulheres CA}}{N.º \text{ Total membros CA}}$	Zaid et al. (2020)	
Controlo	Dimensão da Empresa	<i>DIME</i>	Logaritmo do valor do ativo total líquido	Alves et al. (2015); Zaid et al. (2020)	
	Rendibilidade do Ativo (%)	<i>ROA</i>	$\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Ativo Total}}$	Anderson et al. (2004); Zaid et al. (2020)	
	Tipo de Indústria	<i>INDUST</i>	Variável <i>dummy</i> (nº indústria): 10 = Tecnologia 15 = Telecomunicações 20 = Cuidados de Saúde 35 = Serviços de Consumo 40 = Bens de Consumo 50 = Produtos Industriais 55 = Matérias Básicas 60 = Petróleo e Gás 65 = Serviços Públicos	Zaid et al. (2020)	

Fonte: Elaboração Própria

3.2 Definição da Amostra

A amostra deste estudo baseia-se nas empresas cotadas na *Euronext Lisbon*. Com o intuito de recolher o maior número de dados acerca das empresas que compõem a amostra, limitou-se a mesma a um período de seis anos, compreendido entre 2015 e 2020. Para a obtenção destes dados, recorreu-se à base de dados Sistema de Análise de Balanços Ibéricos (SABI) que agrega informações financeiras individualizadas das empresas portuguesas. Contudo, dado que a SABI, para o período em análise, não dispõe de dados de todas as variáveis de *corporate governance*, recorreu-se também aos Relatórios e Contas publicados por cada uma das entidades que compõem a amostra deste estudo e para o horizonte temporal definido.

A amostra inicial incluiu 50 empresas com dados reportados até ao período económico de 2020. No entanto, procedeu-se à exclusão das empresas financeiras devido aos atributos contabilísticos que apresentam, atendendo sobretudo ao referencial contabilístico. Por outro lado, excluíram-se as empresas que não continham a informação necessária nos seus relatórios anuais em qualquer um dos anos que compõem o período de estudo. Na sequência da aplicação destas exclusões, o número de empresas que formam a amostra final foi reduzido para 36 empresas representando um total de 216 observações.

Após a seleção e tratamento da base de dados, com o intuito de tornar os dados mais coerentes, realizou-se o processo de truncagem de dados ou *winsorizing*, isto é, o processo de limitar os valores extremos com o objetivo de minimizar a disparidade existente nas variáveis. Neste sentido, os valores extremos de todas as variáveis independentes que possuíam *outliers* foram substituídas, tendo-se considerado como *outliers* os valores das observações mínimas e máximas que se encontravam abaixo do percentil 1 e acima do percentil 99.

3.3 Especificação do Modelo de Regressão

Com o propósito de testar as hipóteses de partida formuladas no final do Capítulo II, realizar-se-á uma análise multivariada, através de quatro modelos distintos de dados em painel, nomeadamente o método dos mínimos quadrados (OLS)⁴, o modelo de Efeitos Fixos, também conhecido por *Least Squares Dummy Variables* (LSDV), o modelo de Efeitos Aleatórios e o método GMM (*Generalized Method of Moments*). De realçar que uma das vantagens do uso de dados em painel é a possibilidade em obter dados mais diversificados, com uma maior eficiência estimadora e mais graus de liberdade, assim como uma menor colinearidade entre as variáveis.

De modo a determinar qual o melhor modelo econométrico para testar a relação entre as variáveis dependentes e independentes do estudo, foram testados uma série de modelos, nomeadamente o método dos mínimos quadrados, ou OLS, o modelo de Efeitos Fixos e o modelo de Efeitos Aleatórios. O modelo de Efeitos Fixos permite que cada indivíduo ou cada instante de tempo possa ser representado por uma variável *dummy*, demonstrando-se um modelo mais adequado quando se está perante efeitos não observáveis, que não são independentes das variáveis dependentes, e quando se dispõe de uma amostra separada por regiões, países ou setores de atividade (Marques, 2000). Contudo, este modelo tem como desvantagem não possibilitar a estimação dos coeficientes das variáveis invariantes ao longo do tempo e que se alteram apenas de indivíduo para indivíduo, originando multicolinearidade perfeita entre as variáveis independentes (Baltagi, 2008).

Assim sendo, com o objetivo de verificar qual dos modelos é o mais adequado, o modelo OLS ou o modelo de Efeitos Fixos, será, posteriormente, realizado o Teste *F*, cuja hipótese nula é a de que os coeficientes das entidades sejam iguais a zero, isto é, de que não exista especificidade dos indivíduos. Seguidamente, será efetuado o Teste de *Breusch-Pagan Lagrange Multiplier*, para os efeitos dos indivíduos e do tempo, cuja hipótese nula é a não existência de efeitos específicos de dados em painel.

⁴ Contém determinados pressupostos: a variância é constante, mostrando a existência de homocedasticidade; os erros apresentam uma distribuição normal com média nula (são independentes); autocorrelação nula, eliminando eventuais problemas de multicolinearidade (relações lineares exatas das variáveis independentes).

A equação de regressão estimada para o modelo OLS (equação 1) e para o modelo de Efeitos Fixos (equação 2) para o total da amostra é a seguinte:

$$\begin{aligned}
 EVT_{it} = & \beta_1 DIMCA_{it} + \beta_2 GIC_{it} + \beta_3 DUALCEO_{it} + \beta_4 DIVGENCA_{it} \\
 & + \beta_5 (DIMCA \times DIVGENCA)_{it} + \beta_6 (GIC \times DIVGENCA)_{it} \\
 & + \beta_7 (DUALCEO \times DIVGENCA)_{it} + \beta_8 DIME_{it} + \beta_9 ROA_{it} \\
 & + \beta_{10} INDUST_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

(Equação 1)

$$\begin{aligned}
 EVT_{it} = & \beta_1 DIMCA_{it} + \beta_2 GIC_{it} + \beta_3 DUALCEO_{it} + \beta_4 DIVGENCA_{it} \\
 & + \beta_5 (DIMCA \times DIVGENCA)_{it} + \beta_6 (GIC \times DIVGENCA)_{it} \\
 & + \beta_7 (DUALCEO \times DIVGENCA)_{it} + \beta_8 DIME_{it} + \beta_9 ROA_{it} \\
 & + \beta_{10} INDUST_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

(Equação 2)

Onde,

- EVT_{it} – Endividamento Total da empresa i , no período t ;
- $DIMCA_{it}$ – Dimensão do CA da empresa i , no período t ;
- GIC_{it} – Grau de Independência do CA da empresa i , no período t ;
- $DUALCEO_{it}$ – Variável *dummy* referente à Dualidade do CEO, 1 corresponde à função de CEO ser a mesma que a do presidente do CA;
- $DIVGENCA_{it}$ – Diversidade de Género do CA da empresa i , no período t ;
- $DIMCA \times DIVGENCA_{it}$ – Interação da variável dimensão do CA com a variável diversidade de género do CA da empresa i , no período t ;
- $GIC \times DIVGENCA_{it}$ – Interação da variável independência do CA com a variável diversidade de género do CA da empresa i , no período t ;
- $DUALCEO \times DIVGENCA_{it}$ – Interação da variável dualidade do CEO com a variável diversidade de género do CA da empresa i , no período t ;
- $DIME_{it}$ – Dimensão da empresa i , no período t ;
- ROA_{it} – Rendibilidade do Ativo da empresa i , no período t ;
- $INDUST_{it}$ – Variável *dummy* referente ao Tipo de Indústria, de acordo com a classificação setorial ICB da *Euronext Lisbon*;
- α_i – Efeitos individuais da empresa i ;
- β_1 ao β_{10} – Coeficientes de regressão;
- ε – Resíduos ou termo de erro do modelo.

Posteriormente, irá testar-se o modelo de Efeitos Aleatórios, que possibilita que os efeitos individuais não observáveis sejam considerados como uma variável aleatória, onde é necessário estimar a sua variância e evidenciar uma distribuição normal de média zero (Baltagi, 2008). Porém, de acordo com Marques (2000), este modelo não deve ser usado quando existe um maior número de períodos temporais analisados, sendo mais benéfica a sua aplicação quando se dispõe de séries temporais relativamente curtas. Como tal, de modo a comparar e a seleccionar qual o melhor modelo entre o modelo de Efeitos Fixos e o modelo de Efeitos Aleatórios, será realizado o Teste de *Hausman*, cuja hipótese nula se prende com a ausência de correlação entre os efeitos e as variáveis explicativas.

A equação de regressão estimada para o modelo de Efeitos Aleatórios para os indivíduos para o total da amostra é a que se evidencia abaixo:

$$\begin{aligned}
 EVT_{it} = & \beta_1 DIMCA_{it} + \beta_2 GIC_{it} + \beta_3 DUALCEO_{it} + \beta_4 DIVGENCA_{it} \\
 & + \beta_5 (DIMCA \times DIVGENCA)_{it} + \beta_6 (GIC \times DIVGENCA)_{it} \\
 & + \beta_7 (DUALCEO \times DIVGENCA)_{it} + \beta_8 DIME_{it} + \beta_9 ROA_{it} \\
 & + \beta_{10} INDUST_{it} + b_i + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

(Equação 3)

Onde os parâmetros são similares aos dos modelos anteriores (equação 1 e 2), b_i corresponde aos efeitos específicos de cada indivíduo e o ε_{it} corresponde aos resíduos ou termo de erro.

Proceder-se-á também à validação do modelo através do Teste *Breusch-Pagan*, com o propósito de verificar se a variância dos resíduos é ou não constante, sendo de esperar que a dispersão dos resíduos seja a mesma ao longo do tempo, e, ainda, os Testes *Breusch-Pagan Lagrange Multiplier* e o Teste *Breusch-Godfrey/Wooldridge*, de modo a testar a independência dos resíduos, tanto a inexistência de correlação transversal, quanto a inexistência de correlação em série. Para além disso, devido à possibilidade de existência de endogeneidade, irá aplicar-se o método GMM (*Generalized Method of Moments*) de forma a mitigar a mesma, devido à dificuldade de comprovar a causalidade entre a variável dependente, endividamento total, e as diversas variáveis independentes do estudo. A este respeito, para o controlo da endogeneidade, recorrer-se-á a dados de painel dinâmicos para executar o método GMM como um modelo desenvolvido por Arellano e Bond (1991) e Blundell e Bond (1998) para lidar com a endogeneidade e fornecer resultados robustos. Os impactos serão verificados através da inclusão de um valor

desfasado da variável dependente no modelo econométrico do estudo como uma variável explicativa. Neste contexto, a equação estimada para o modelo com um ano de desfasamento pode ser expressa da seguinte forma:

$$\begin{aligned}
 EVT_{it} = & \beta_0 + \beta_1 EVT_{i(t-1)} + \beta_2 DIMCA_{it} + \beta_3 GIC_{it} + \beta_4 DUALCEO_{it} \\
 & + \beta_5 DIVGENCA_{it} + \beta_6 (DIMCA \times DIVGENCA)_{it} \\
 & + \beta_7 (GIC \times DIVGENCA)_{it} + \beta_8 (DUALCEO \times DIVGENCA)_{it} \\
 & + \beta_9 DIME_{it} + \beta_{10} ROA_{it} + \beta_{11} INDUST_{it} + u_i + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

(Equação 4)

Onde os parâmetros são similares aos dos modelos anteriores (equação 1, 2 e 3), $EVT_{i(t-1)}$ corresponde à variável dependente, endividamento total, desfasada no tempo, u_i diz respeito à especificidade de cada indivíduo e o ε_{it} corresponde aos resíduos ou termo de erro.

Para verificar a validade dos instrumentos será realizado o Teste de *Sargan*, que tem como hipótese nula as restrições de sobre-identificação utilizadas como instrumentos serem válidas, ou seja, a não existência de correlação entre as variáveis e o termo de erro. De seguida, aplicar-se-á o Teste de Autocorrelação dos resíduos de ordem um e dois, de modo a perceber se os resíduos desfasados no tempo estão ou não correlacionados com os resíduos do período t , sendo a hipótese nula a verificação de autocorrelação. Por fim, será realizado o Teste *Wald* que verifica se cada parâmetro estimado é significativamente diferente de zero, testando a hipótese de que um determinado coeficiente é nulo para todas as entidades.

CAPÍTULO IV – ANÁLISE E DISCUSSÃO EMPÍRICA DOS RESULTADOS

Neste capítulo serão evidenciados e discutidos os resultados da análise estatística das variáveis em estudo e dos modelos de regressão propostos no Capítulo III. Para o tratamento dos dados estatísticos recorreu-se ao Excel e ao *software* RStudio.

4.1 Estatísticas Descritivas

A Tabela 3 evidencia a estatística descritiva das variáveis presentes neste estudo, onde estão apresentados os valores referentes aos mínimos, máximos, média, mediana e desvio-padrão. Numa primeira abordagem pode-se verificar que a Rendibilidade dos Ativos das empresas em análise apresenta alguma volatilidade, uma vez que o seu desvio-padrão é superior à sua média.

Tabela 3 - Estatísticas Descritivas das variáveis que compõem o estudo

	Mínimo	Média	Mediana	Máximo	Desvio-Padrão
Endividamento Total	0%	52%	50%	217%	38%
Dimensão CA	1,10	2,08	2,08	3,37	0,50
Independência CA	0%	49%	53%	91%	24%
Dualidade CEO	0	50%		1	
Diversidade Género CA	0%	16%	18%	43%	13%
Dimensão da Empresa	16,06	19,79	19,49	23,91	1,59
ROA	-54%	3%	3%	36%	13%

Nesta tabela reportam-se as principais estatísticas descritivas das variáveis apresentadas na Tabela 2. Amostra analisada de 36 empresas e 216 observações, para o espetro temporal de 2015-2020.

Fonte: Dados amostrais. Elaboração própria

No período de estudo (2015-2020), pode observar-se que o nível de endividamento total varia muito entre as empresas portuguesas não financeiras, denotando uma elevada discrepância, visto que apresentam um nível mínimo de 0% e um nível máximo de 217%. O mesmo pode ser explicado pelo facto de algumas das empresas portuguesas se demonstrarem totalmente avessas ao financiamento dos seus ativos por via de dívida. De salientar que o montante médio da dívida total face ao ativo total é de 52%, o que indica que as empresas dependem, em grande parte, de financiamento por capitais alheios como fonte principal de financiamento.

No que respeita à variável independente dimensão do CA, o seu valor médio é de, aproximadamente, oito membros, sendo a dimensão mínima do CA composta por três membros e a dimensão máxima de vinte e nove membros. Quanto ao nível médio da independência do CA o mesmo é de 49%, o que implica que, em média, a maioria dos CA são compostos por membros executivos, não sendo significativa a disparidade. Além disso, a dualidade média do CEO é de 50%, o que permite inferir que o número de empresas em que as funções de presidente do CA e CEO são acumuladas pelo mesmo

indivíduo é igual ao número de empresas que apresentam um presidente do CA que não exerce funções de CEO. Relativamente à estatística associada à variável diversidade de género do CA, 16% dos conselhos que compõem as empresas deste estudo têm membros do género feminino, manifestando uma percentagem muito abaixo do estipulado na Lei n.º 62/2017, no seu artigo 4.º, n.º 1 e artigo 5.º, n.º 1, que institui que tanto no setor público empresarial como nas empresas cotadas em bolsa, não se aplicando aos mandatos em curso, os órgãos de administração, executivos ou não executivos, devem ser representados em 33,3% pelo género feminino após a primeira assembleia geral eleita depois de 1 de janeiro de 2020.

Quanto às estatísticas descritivas das variáveis de controlo, a dimensão da empresa demonstra um nível mínimo de 16,06 (equivalente a 9 milhões de euros) e um nível máximo de 23,91 (equivalente a 24 mil milhões de euros), evidenciando um valor médio do ativo líquido de, aproximadamente, 393 milhões de euros. No que respeita à variável ROA, a mesma atinge um nível mínimo de -54% e um máximo de 36% para um valor médio de 3%, o que significa que, em média, por cada euro investido em ativos, obteve-se um lucro de 3 cêntimos de euros.

Na Tabela 4, estão discriminadas as estatísticas descritivas, como média e desvio-padrão, das variáveis que compõem este estudo para os diferentes tipos de indústrias em análise.

A Indústria classificada com o código 50 (setor da construção) é a indústria que apresenta a maior média de endividamento total, correspondendo a, aproximadamente, 80%, e ainda, a que apresenta um menor grau de independência do CA, sendo este de 39%. Por sua vez, a Indústria 20 (setor de cuidados de saúde) possui a menor média de endividamento total de 6% e uma taxa média de rendibilidade nula. Relativamente à dimensão do CA, a Indústria 65 (setor da eletricidade, gás e água) e a Indústria 60 (setor do petróleo), denotam o valor médio mais alto de, aproximadamente, 19 membros, enquanto a Indústria 35 (setor de retalho, media e viagens) e a Indústria 10 (setor das tecnologias) apresentam o valor médio de dimensão do CA mais baixo, de 7 membros. No que diz respeito ao grau de independência do CA, a Indústria 65 também demonstra a média mais alta de cerca de 73%. A Indústria 10 apresenta a menor média de diversidade de género do CA, correspondendo a 9%, enquanto a Indústria 15 (setor das telecomunicações) possui a média mais alta de diversidade de género, de 25%. Tanto a Indústria 10 como a 15 evidenciam uma taxa média de rendibilidade negativa de 4% e 21%, respetivamente.

Tabela 4 - Estatística Descritiva da amostra por Tipo de Indústria

Indústria	EVT		DIMCA		GIC		DIVGENCA		DIME		ROA	
	Média	DP	Média	DP	Média	DP	Média	DP	Média	DP	Média	DP
Indus 10	46%	19%	1,88	0,41	51%	10%	9%	12%	18,35	0,41	-4%	11%
Indus 15	18%	19%	2,05	0,59	53%	32%	25%	9%	20,17	1,11	-21%	75%
Indus 20	6%	5%	2,19	0,00	44%	7%	16%	8%	18,55	0,13	0%	8%
Indus 35	61%	36%	1,88	0,37	43%	26%	13%	14%	19,13	0,61	1%	10%
Indus 40	23%	17%	2,06	0,29	69%	23%	16%	15%	20,14	2,47	11%	12%
Indus 50	80%	62%	2,03	0,52	39%	25%	18%	13%	19,67	1,45	1%	15%
Indus 55	44%	19%	2,17	0,37	49%	17%	17%	14%	20,09	1,23	13%	14%
Indus 60	66%	3%	2,94	0,00	63%	0%	18%	6%	22,37	0,09	8%	2%
Indus 65	67%	3%	2,94	0,43	73%	3%	16%	7%	23,01	0,88	3%	0%

Nesta tabela reportam-se as principais estatísticas descritivas das variáveis definidas na Tabela 2, à exceção da Dualidade do CEO por ser uma variável dummy. DP= desvio-padrão. Amostra analisada de 36 empresas e 216 observações, para o espectro temporal de 2015-2020.

A descrição de cada indústria encontra-se na Tabela 2.

Fonte: Dados amostrais. Elaboração própria

4.2 Análise de correlação de *Pearson*

Posteriormente, para identificar potenciais variáveis endógenas efetuou-se testes de robustez, como a matriz de correlação de *Pearson*. Os coeficientes de correlação demonstram o grau de relacionamento entre as variáveis, o que permite perceber como duas ou mais variáveis se relacionam entre si. Assim, a análise de correlação de *Pearson* representa o grau de associação das variáveis e a sua intensidade.

De acordo com o evidenciado na Tabela 5, percebe-se a existência de correlações estatisticamente significativas entre a maioria das variáveis, verificando-se, ainda, que estas correlações são fracas, dado que, à exceção do valor de correlação entre a variável independente dimensão do CA e a variável dimensão da empresa de 0,64, os coeficientes de correlação são inferiores, em termos absolutos, a 0,6, minimizando, deste modo, a hipótese de existência de multicolinearidade entre as variáveis (Pallant, 2011).

Através da Tabela 5, pode-se observar uma correlação significativa e negativa entre o endividamento total das empresas e o grau de independência do CA, a dualidade do CEO, a diversidade de género CA e a dimensão da empresa, concluindo que empresas com maior capacidade de saldar as suas dívidas, possuem menores graus de independência e diversidade de género nos seus CA e, ainda, são caracterizadas por terem menores dimensões.

Tabela 5 - Matriz de Correlação de *Pearson*

Variáveis	EVT	DIMCA	GIC	DUALCEO	DIVGENCA	DIME	ROA
EVT	1						
DIMCA	-0,09	1					
GIC	-0,19**	0,52***	1				
DUALCEO	-0,24***	-0,40***	-0,18**	1			
DIVGENCA	-0,33***	0,26***	0,19**	-0,06	1		
DIME	-0,16*	0,64***	0,29***	-0,14*	0,27***	1	
ROA	-0,09	0,01	0,04	-0,01	0,12	0,12	1

Nesta tabela reporta-se a correlação entre as variáveis para a amostra analisada de 36 empresas e 216 observações, para o espectro temporal de 2015-2020. Estas variáveis são as apresentadas na Tabela 2, à exceção da variável de controlo Tipo de Indústria por se tratar de uma variável qualitativa. '***', '**', '*', '•', com nível de significância de 0,1%, 1%, 5%, 10%, respetivamente.

Fonte: Dados amostrais. Elaboração própria.

4.3 Resultados dos Modelos de Regressão

Nesta secção pode-se observar os resultados estimados das equações de regressão (1), (2), (3) e (4) referidas no Capítulo III, destacando a relevância dos mesmos para a resposta às hipóteses de investigação previamente definidas, assim como para o objetivo principal deste estudo, ou seja, investigar se as práticas de *corporate governance* têm impacto nas decisões de endividamento das empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon*.

Tabela 6 - Resultado dos Modelos de Regressão OLS, Efeitos Fixos, Efeitos Aleatórios e GMM

	Modelo OLS (1)		Modelo EF. Fixos (2)		Modelo EF. Aleatórios (3)		Modelo GMM (4)	
(Intercept)	205,838223 (33,211814)	***			114,4851802 (45,2634936)	*	0,8109374 (0,1670831)	***
DIMCA	-30,500307 (9,042238)	***	-13,4929841 (6,1571718)	*	-19,7969087 (7,7993539)	*	2,8726123 (18,3631932)	
GIC	-0,118141 (0,146185)		0,2290975 (0,1175534)	*	0,1721088 (0,1034356)	•	-0,0462937 (0,2527988)	
DUALCEO	-36,450014 (6,685003)	***	10,1494400 (6,9424336)	'''	-3,6475529 (5,7822509)		55,6748630 (106,6445309)	
DIVGENCA	-5,108506 (0,825986)	***	1,3165019 (0,8422517)	'''	-0,6511232 (0,6458228)		0,1296720 (1,2461947)	
DIMCA x DIVGENCA	1,912076 (0,430006)	***	-0,1184826 (0,2833521)		0,5413167 (0,3038332)	•	0,0384900 (0,6386431)	
GIC x DIVGENCA	0,000491 (0,007253)		-0,0117142 (0,0034923)	***	-0,0077739 (0,0046727)	•	-0,0033118 (0,0091279)	
DUALCEO x DIVGENCA	1,373242 (0,333312)	***	-0,4125532 (0,2941958)		0,0086521 (0,2201734)		-0,1493123 (0,2944761)	
DIME	-4,000201 (1,819912)	*	3,2055313 (9,2391577)		-2,2968694 (2,4879539)		-4,2000484 (6,3327961)	
ROA	-0,710346 (0,150915)	***	-0,4884981 (0,2100848)	*	-0,5221930 (0,0869673)	***	-0,7956447 (0,2884693)	**
Indust 10	205,838223 (33,211814)	***			114,4851802 (45,2634936)	*	0,8109374 (0,1670831)	***
Indust 15	-7,223082 (9,031390)				-19,9758008 (14,8751313)		30,4894080 (25,4955088)	
Indust 20	-24,642150 (12,817191)	•			-29,9038198 (21,4120604)		15,2004554 (30,7339975)	
Indust 35	20,077613 (7,409271)	**			21,6460083 (12,3321421)	•	36,8731702 (25,2491371)	
Indust 40	3,380070 (9,804913)				-6,2380819 (15,7501755)		48,1061463 (30,9279385)	
Indust 50	38,285995 (7,942558)	***			40,5921610 (13,1994094)	**	42,0322730 (28,6776425)	
Indust 55	18,950650 (8,798052)	*			15,9748219 (14,1672651)		46,6586990 (28,7053944)	
Indust 60	42,350849 (13,878391)	**			46,0260516 (23,2403931)	*	81,4043551 (61,3599100)	
Indust 65	52,650945 (12,390785)	***			49,3318284 (20,0634412)	*	59,8150665 (44,5623444)	
R ² ajustado	0,5404		0,14691		0,27834			
Estatística F	15,87	***	3,86964	***				
Qui-quadrado χ^2					99,9225	***		
Teste de Wald							5441,701	***

Nesta tabela reportam-se os coeficientes de regressão dos diversos modelos efetuados, assim como os erros padrão, entre parênteses. As variáveis para a amostra analisada de 36 empresas e 216 observações, para o espetro temporal 2015-2020, são as definidas na Tabela 2. As equações de regressão dos modelos (1), (2), (3) e (4) são as apresentadas no Capítulo III.

‘***’, ‘**’, ‘*’, ‘•’, ‘'''’, com nível de significância de 0,1%, 1%, 5%, 10%, 15% respetivamente.

Fonte: Dados amostrais. Elaboração própria.

4.3.1 Seleção e validação do modelo econométrico

Com o propósito de verificar qual o modelo econométrico mais adequado para a amostra em análise, foram realizados uma série de testes cujos *p-value* se encontram discriminados na Tabela 7. Para a escolha deste modelo foi considerado um grau de significância de 5%.

Tabela 7 - Testes de validação dos Modelos Econométricos

	Modelo Efeitos Fixos (2)	Modelo Efeitos Aleatórios (3)	Modelo GMM (4)
Teste <i>F</i>	$p < 2,2 \times 10^{-16}$		
Teste LM de <i>Breusch-Pagan</i>	$p = 0,09341$	$p = 0,09341$	
Teste <i>Hausman</i>		$p = 1,433 \times 10^{-10}$	
Teste <i>Breusch-Pagan para homocedasticidade</i>	$p = 1,738 \times 10^{-6}$		
Teste <i>Breusch-Godfrey/Wooldridge</i>	$p = 0,6512$		
Teste <i>Sargan</i>			$p = 0,54798$
Teste Autocorrelação (1)			$p = 0,21886$
Teste Autocorrelação (2)			$p = 0,85685$
Teste <i>Wald</i>			$p < 2,22 \times 10^{-16}$

As equações de regressão dos modelos Efeitos Fixos, Efeitos Aleatórios e GMM são, respectivamente, (2), (3) e (4) apresentadas no Capítulo III, ponto 3.3.

Fonte: Dados amostrais. Elaboração Própria.

Após a estimação do modelo OLS e do modelo de Efeitos Fixos, foi realizado o Teste *F* com a finalidade de apurar qual o melhor modelo, se um modelo de regressão linear ou um modelo de dados em painel. A hipótese nula deste teste é a não existência de especificidade dos indivíduos, ou seja, os coeficientes das entidades sejam iguais a zero. Para um grau de significância de 5%, obteve-se um $p\text{-value} < 5\%$, pelo que o resultado deu origem à rejeição da hipótese nula, logo o modelo mais adequado seria o modelo de Efeitos Fixos.

Posteriormente, e com o intuito de continuar a confirmar a preferência de um modelo de dados em painel, foi realizado o Teste de *Breusch-Pagan Lagrange Multiplier*, com hipótese nula a não existência de efeitos específicos de dados em painel para os efeitos dos indivíduos e do tempo. A evidência mostra um $p\text{-value} > 5\%$, não rejeitando, assim, a hipótese nula, concluindo que não existem efeitos de dados em painel, pelo que a preferência seria por um modelo de regressão linear (OLS). Contudo, como verificado anteriormente, no Teste *F*, o modelo mais adequado é um modelo de dados em painel, nomeadamente, o de Efeitos Fixos.

De modo a comparar e a selecionar qual o melhor modelo entre o modelo de Efeitos Fixos e o modelo de Efeitos Aleatórios foi realizado o Teste de *Hausman*, que se prende com a ausência de correlação entre os efeitos e as variáveis explicativas. Desta forma, os resultados obtidos evidenciam um $p\text{-value}<5\%$, pelo que a hipótese nula é rejeitada, concluindo que existe uma correlação entre as variáveis independentes e os efeitos (variável dependente). Logo, é preferível optar-se por um modelo de Efeitos Fixos em detrimento do modelo de Efeitos Aleatórios.

De forma a verificar a variância dos resíduos, efetuou-se o Teste de *Breusch-Pagan*, cuja hipótese nula é a homocedasticidade, isto é, os resíduos apresentarem uma variância constante. O resultado obtido demonstra um $p\text{-value}<5\%$, rejeitando-se a hipótese nula, promulgando, assim, a existência de dispersão dos resíduos, evidenciando um problema de heterocedasticidade. De seguida, procedeu-se à análise da independência dos resíduos tendo por base o Teste *Breusch-Pagan Lagrange Multiplier* e o Teste *Breusch-Godfrey/Wooldridge*. Neste sentido, para o Teste de *Breusch-Pagan Lagrange Multiplier*, obteve-se um $p\text{-value}>5\%$, não se rejeitando a hipótese nula, constatando a não existência de correlação transversal dos resíduos, ou seja, os resíduos são independentes dos indivíduos. Por conseguinte, efetuou-se o Teste de *Breusch-Godfrey/Wooldridge* com o intuito de averiguar se a correlação em série é nula (hipótese nula), tendo-se obtido um $p\text{-value}>5\%$, não se rejeitando a hipótese nula, concluindo que este teste também evidencia a ausência de correlação em série, os resíduos são independentes.

Neste contexto, para corrigir o problema da heterocedasticidade, mencionado anteriormente, reportou-se, na Tabela 6, os coeficientes fornecidos pela Matriz Robusta de Variância e Covariância para o Modelo de Efeitos Fixos.

Devido à possibilidade de existência de endogeneidade, estimou-se o Método GMM como um modelo desenvolvido por Arellano e Bond (1991) e Blundell e Bond (1998) para lidar com a endogeneidade e fornecer resultados robustos. Os impactos dinâmicos foram verificados através da inclusão de um valor desfasado da variável dependente EVT_{t-1} no estudo do modelo econométrico como uma variável explicativa. Assim, de forma a testar a validade dos instrumentos, aplicou-se o Teste de *Sargan* que tem como hipótese nula as restrições de sobre-identificação utilizadas como instrumentos serem válidas, ou seja, de que a escolha dos instrumentos foi a melhor. Através deste teste, obteve-se um $p\text{-value}>5\%$, não se rejeitando a hipótese nula e os instrumentos utilizados, verificando que a variável instrumental é exógena, isto é, de que não existe correlação

entre as variáveis e o termo de erro. De seguida, realizou-se o Teste de Autocorrelação de Arellano-Bond de ordem um e dois, cuja hipótese nula é a ausência de autocorrelação em série dos resíduos. Verificou-se a não existência de autocorrelação de primeira ordem, concluindo que os resíduos não estão correlacionados com os resíduos do período t , não rejeitando, assim, o teste de autocorrelação de primeira ordem. A hipótese nula para a autocorrelação dos resíduos de segunda ordem não foi rejeitada, evidenciando um $p\text{-value} > 5\%$, implicando, assim, a validação da inexistência de autocorrelação. Por fim, e de forma a testar se os coeficientes são todos nulos, efetuou-se o Teste *Wald* para ajuste do modelo, tendo-se obtido um $p\text{-value} < 5\%$, rejeitando-se assim a hipótese nula de que todos os coeficientes do modelo são nulos. Logo, depreende-se que alguns dos coeficientes do modelo são significativos, o que é positivo.

Tendo em consideração que não existe autocorrelação nos termos de erro, não existe necessidade de recorrer à variável dependente desfasada como variável regressora no modelo. Como tal, não é aconselhável a utilização do modelo GMM, pelo que se optou por considerar os resultados do modelo de Efeitos Fixos para a validação das hipóteses de partida definidas no Capítulo II.

4.3.2 Análise de Multicolinearidade

A multicolinearidade é o termo que se atribui aquando da existência de um modelo que inclui diversas variáveis explicativas que apresentam uma relação linearmente dependente. A existência de multicolinearidade vai contra um dos pressupostos do modelo de regressão linear, uma vez que dificulta a obtenção de estimativas com desvios-padrão pequenos, podendo alcançar estimadores com grandes variações e covariâncias, provocando o enviesamento das estimativas obtidas (Gujarati & Porter, 2011). Como tal, procedeu-se à verificação de multicolinearidade através do uso do fator de inflação de variância (VIF). Para que não existam problemas de multicolinearidade o indicador *Variance Inflation Factor* (VIF) deve ser inferior a 3 ou pelo menos não ser superior a 10, visto que uma variável com um valor de VIF muito elevado pode indicar que a mesma é altamente correlacionada com as restantes variáveis do estudo (Hair et al., 2013).

Tabela 8 - Teste de Multicolinearidade

	DIMCA	GIC	DUALCEO	DIVGENCA	DIME	ROA	INDUST
VIF	2,57	2,02	1,89	5,95	1,63	1,15	1,11

Nesta tabela reporta-se os valores de VIF das variáveis apresentadas na Tabela 2, presentes no modelo OLS. Fonte: Dados amostrais. Elaboração Própria.

Conforme evidenciado na Tabela 8, os resultados do VIF variam entre 1,11 e 5,95 podendo concluir que não existem problemas de multicolinearidade, na medida em que todos os valores são inferiores a três e não superiores a dez (Hair, Black, Babin, & Anderson, 2013). Por conseguinte, e tendo em apreço que pela análise dos coeficientes na matriz de correlação de *Pearson*, apresentada na Tabela 5, também não se verificou a hipótese de multicolinearidade, é possível proceder-se à análise de regressão dos modelos econométricos definidos no sub-capítulo 4.3, considerando os dados robustos e os pressupostos do modelo validados.

4.3.3 Análise e Discussão dos Resultados

Tendo em consideração os resultados evidenciados dos diversos testes estatísticos, será, tal como referido anteriormente, utilizado o modelo de Efeitos Fixos, ou LSDV, (equação 2) de forma a avaliar as hipóteses de partida definidas no Capítulo II.

Como se pode verificar através da Tabela 6, para o modelo de dados em painel para Efeitos Fixos, o coeficiente de determinação ajustado revela que a interpretação das variáveis deste estudo empírico explica, aproximadamente, 15% da variação da variável dependente Endividamento Total. O *p-value* do Teste *F* denota um resultado estatisticamente significativo para um nível de significância de 0,1%, pelo que alguma das variáveis do modelo apresenta uma relação significativa com o Endividamento Total.

No que diz respeito à variável dimensão do CA (DIMCA), pode-se aferir que os resultados transmitem uma relação negativa e estatisticamente significativa, com um coeficiente igual a 13,4929841, para um nível de significância de 5%. Desta forma, um CA com uma dimensão mais alargada proporciona menores níveis de endividamento, validando-se, assim, a Hipótese 1b, dado que a dimensão do CA tem um efeito negativo no nível de endividamento das empresas portuguesas. Esta variável trata-se do logaritmo natural do número de membros do CA, logo, e exemplificando, um aumento para o dobro da dimensão do CA, leva à redução do nível de endividamento em 9,3526239 pontos percentuais ($13,4929841 \times \ln(2)$), *ceteris paribus*, para uma significância de 5%.

Esta relação negativa encontra-se em consonância com a teoria explicativa da estrutura de capital, a Teoria da *Pecking Order*, segundo a qual grandes empresas podem alcançar resultados excessivos, originando maior captação de recursos próprios, potenciando o

autofinanciamento e reduzindo a alavancagem. O resultado sugere que as empresas portuguesas cotadas com grandes dimensões nos seus CA carecem de um nível mais baixo de dívida e, como tal, têm uma menor capacidade de obter financiamento de fontes externas para maximizar o valor das suas empresas. Isso pode ser explicado, por um lado, pela captação de resultados excessivos das empresas portuguesas, por preferirem recorrer a financiamento interno, para evitar eventuais assimetrias de informação entre acionistas e gestores, e, por outro lado, pela dificuldade que existe na comunicação, na partilha de opiniões e na relação entre os membros que compõem o conselho e as partes externas, transmitindo uma menor credibilidade aos credores. Além disso, espera-se que um CA de maiores dimensões tenha uma melhor capacidade para supervisionar as ações dos gestores, mas a pressão que é colocada na gestão executiva prejudica a reputação das empresas, não favorecendo o seu acesso ao financiamento.

Este resultado vai ao encontro dos estudos de Lipton e Lorsch (1992) e Berger et al. (1997) que verificaram que a dimensão do CA afeta negativa e significativamente o nível de endividamento das empresas, na medida em que CA de grandes dimensões demonstram maiores dificuldades em se comunicarem e em tomarem decisões eficazes, dificultando o seu acesso ao financiamento por via de dívida.

Quanto à variável independência do CA (GIC), os resultados evidenciam um coeficiente positivo e estatisticamente significativo para o nível de significância de 5%. Este coeficiente positivo sugere que por cada ponto percentual adicionado na variável independência do CA, *ceteris paribus*, levará ao aumento de 0,2290975 pontos percentuais do nível de endividamento total da empresa, para uma significância de 5%. Deste modo, os resultados alcançados encontram-se em consonância com a Hipótese 2a deste estudo empírico, que assume que a proporção de administradores não executivos tem um efeito positivo no nível de endividamento das empresas portuguesas cotadas.

Depreende-se, assim, que a presença de diretores independentes no CA das empresas cotadas na *Euronext Lisbon* origina uma maior credibilidade à vista dos credores, na medida em que proporciona um ambiente colaborativo entre os membros no que diz respeito à “criação de dívida”, levando assim ao aumento do acesso ao financiamento externo. Num sentido lato, a presença de diretores externos no CA incrementa a credibilidade e, portanto, afeta a reputação das empresas portuguesas, à vista dos seus financiadores, no que concerne à sua capacidade de pagamento de dívidas, conduzindo à redução do custo da dívida. O resultado demonstra que o aumento do nível de

endividamento mitiga os problemas de agência das empresas portuguesas cotadas, dado que os credores percebem que estas organizações têm um bom governo das sociedades por serem capazes de controlar mais de perto as ações de gestão e, com isso, tomar as devidas precauções, permitindo um incremento do valor da empresa e um maior acesso ao financiamento externo.

A existência de membros externos no CA das empresas portuguesas gera uma maior confiança a quem financia porque os administradores não executivos não têm um vínculo com a empresa que estão a gerir, demonstrando uma visão mais focada para os objetivos dos acionistas, bem como acreditam que a presença de membros independentes conduz a estímulos mais fortes perante resposta às expectativas no cumprimento do serviço de dívida.

Este resultado está de acordo com estudos anteriores, nomeadamente os de Sheikh e Wang (2012), Usman et al. (2019) e Zaid et al. (2020), que demonstram que a presença de administradores não executivos no CA tem um efeito positivo no financiamento da dívida da empresa, na medida em que reduz a possibilidade de insolvência e cria um ambiente cooperante na organização, potenciando o acesso ao financiamento, indo deste modo ao encontro do pressuposto da Teoria da Agência.

A dualidade do CEO (DUALCEO), contrariamente às variáveis anteriores, será interpretada para um nível de significância de 15% ($p\text{-value} = 0,1455922$). Os coeficientes de regressão desta variável são interpretados de forma relativa, referente à composição do conselho, comparando quando o CEO é um elemento do CA (*dummy* Dualidade = 1), e quando não o é (*dummy* Dualidade = 0). Desta forma, como o resultado evidencia um coeficiente positivo, verifica-se que empresas onde o papel do CEO é o mesmo que o do presidente do CA, o nível de endividamento cresce mais 10,1494400 pontos percentuais, *ceteris paribus*, comparativamente às empresas cujo CEO não desempenha as funções de presidente do CA, para um nível de significância de 15%.

Posto isto, pode-se afirmar que a dualidade do CEO influencia positivamente o nível de endividamento das empresas portuguesas cotadas, corroborando, desta forma, com a Hipótese 3b.

Este resultado vai ao encontro da Teoria do *Stewardship* que defende que a não separação de funções do CEO e do presidente do CA pode diminuir o risco e gerar melhores resultados, visto que a tomada de decisão se concentra numa só pessoa que age consoante o interesse organizacional. Logo, pode-se constatar que o facto de as empresas portuguesas cotadas atribuírem ambas as tarefas à mesma pessoa, proporciona o aumento do nível de endividamento, melhorando o seu processo de controlo e aprimorando o seu desempenho, criando, assim, boas oportunidades de financiamento externo. Neste sentido, os credores estão mais suscetíveis à conceção de financiamento porque acreditam que existe um controlo e uma monitorização eficiente e eficaz da empresa, gerando uma redução do risco.

As empresas portuguesas cotadas evidenciam um aumento no nível de endividamento quando as funções de gestão (CEO) e controlo (presidência CA) estão na mesma pessoa, comparativamente a quando existe separação de funções, visto que a dualidade do CEO melhora a eficiência e eficácia na formulação e implementação da estratégia, diminuindo os custos de agência, dado que a tomada de decisão se concentra na mesma pessoa.

Esta conclusão está em consonância com estudos de diversos autores, como Stoeberl e Sherony (1985), Abor (2007), Dimitropoulos (2014) e Yang e Zhao (2014), que confirmam que a dualidade do CEO tem uma relação positiva e significativa com o nível de endividamento das empresas.

Passando à análise do efeito moderador da diversidade de género, constata-se que não só a mesma tem um efeito positivo e um impacto direto e significativo no nível de endividamento das empresas, como também modera a relação entre a independência do CA e o endividamento.

De acordo com o evidenciado na Tabela 6, a variável diversidade de género do CA expõem, diretamente no nível de endividamento, um resultado positivo e estatisticamente significativo, para um nível de significância de 15% ($p\text{-value} = 0,1198839$). Este coeficiente positivo sugere que por cada ponto percentual adicionado na variável diversidade de género do CA, *ceteris paribus*, levará ao aumento de 1,3165019 pontos percentuais do nível de endividamento das empresas portuguesas, para uma significância de 15%. Assim, pode-se constatar que, de uma forma geral, as empresas em análise apresentam diversidade de género no seu CA acreditando que as mulheres mitigam as atitudes oportunistas dos membros do género masculino, esperando que o nível de

endividamento seja maior quando o CA for formado por um número equitativo de administradores do sexo feminino e masculino.

Como referido anteriormente, verifica-se também que a diversidade de género do CA modera a relação entre a independência do CA e o nível de endividamento das empresas (GIC x DIVGENCA), visto que denota um impacto negativo e estatisticamente significativo para um nível de significância de 0,1%. O coeficiente negativo da interação é igual a 0,0117142, depreendendo-se, assim, que quando a proporção de membros do sexo feminino no CA aumenta, o efeito da independência do CA no nível de endividamento das empresas portuguesas será negativo.

Esta evidência clarifica que o efeito da independência da administração na “criação de dívida” é mais forte e negativa sob a presença de alguma diversidade de género. Como tal, valida-se a Hipótese 4b2.

À luz da Teoria da *Pecking Order*, este resultado pode ser explicado pelo facto de a existência de mulheres no CA revelar uma menor recetividade ao endividamento das empresas portuguesas cotadas, o que pode prejudicar o impacto que a variável independência do CA tem no nível de endividamento. À vista disso, pode-se aferir que a presença de diretores independentes no CA transmite maior credibilidade e proteção para maximizar a garantia de que a gestão das empresas portuguesas atuam no melhor interesse dos credores com o propósito de aumentarem o seu acesso ao financiamento. No entanto, a evidência mostra que um CA com diversidade de género prejudica este compromisso devido ao facto de as mulheres serem mais avessas ao risco e recorrerem a menos dívida para se financiarem, não agindo tanto no interesse dos credores. Assim, pode inferir-se que a reputação das empresas portuguesas cotadas é mais suscetível de ser afetada pela uniformidade da distribuição dos membros do CA em termos de género.

Relativamente às variáveis de controlo, a Rendibilidade do Ativo (ROA) demonstrou-se negativa e estatisticamente significativa para um nível de significância de 5%. Isto significa que empresas mais rentáveis recorrem menos ao endividamento pelo facto de serem empresas que gerem mais lucros com as operações realizadas, permitindo-lhes obter mais fundos próprios. Como tal, são empresas que possuem mais recursos para honrar os compromissos que lhes estão inerentes, optando pelo autofinanciamento (através de recursos gerados internamente) em detrimento do financiamento externo.

No que diz respeito à variável de controlo Tipo de Indústria (INDUST), como mencionado anteriormente, foi definida no modelo como um conjunto de variáveis *dummy*, representando cada *dummy* uma indústria. Os coeficientes de regressão desta variável *dummy*, que podem ser evidenciados no Apêndice I, são interpretados de forma relativa à categoria de referência, que neste caso é a indústria 10 (tecnologia).

Esta variável apresenta uma relação negativa e significativa com o nível de endividamento apenas para as indústrias 15, 20 e 35 (correspondentes às indústrias de telecomunicações, cuidados de saúde e serviços de consumo, respetivamente). Desta forma, verifica-se que, para as empresas afiliadas ao setor da tecnologia, o nível de endividamento dos tipos de indústria das empresas portuguesas cotadas é menor em comparação às empresas afiliadas aos setores das telecomunicações, cuidados de saúde e serviços de consumo. Ou seja, as empresas cotadas na *Euronext Lisbon* inseridas nas indústrias 15, 20 e 35 levam a um aumento do nível de endividamento, face a empresas inseridas na indústria 10, para um nível de significância de 1%, 0,1% e 5%, respetivamente.

Comparando diretamente as indústrias com significância no estudo, constata-se que a indústria que apresenta o coeficiente mais negativo é a indústria 15, das telecomunicações, pelo que, para além de apresentar maiores níveis de endividamento face à indústria de referência, as empresas portuguesas afiliadas a este setor estão mais endividadas e, com isso, conseguem potenciar o seu valor. Relativamente à indústria 20 (cuidados de saúde), evidencia também maiores níveis de endividamento comparativamente à indústria de referência, no entanto quando comparada com a indústria 15, não demonstra tanta propensão para financiamento por via de dívida. Por fim, a indústria 35 (serviços de consumo), apresenta o menor coeficiente negativo, verificando-se um aumento do nível de endividamento comparativamente à indústria 10, da tecnologia, mas, um decréscimo do nível de endividamento quando confrontada com as indústrias 15 e 20.

Os resultados econométricos para a variável *dummy* tipo de indústria comprovam que esta tem um impacto significativo no nível de endividamento das empresas portuguesas cotadas, pelo que indústrias mais lucrativas têm maiores capacidades de angariar fundos de fontes externas.

No que diz respeito ao teste das Hipóteses 4a e 4c, que fazem alusão ao papel moderador da diversidade de género no impacto entre a dimensão do CA e o nível de endividamento (DIMCA x DIVGENCA) e entre a dualidade do CEO e o nível de endividamento (DUALCEO x DIVGENCA), respetivamente, as mesmas não podem ser validadas, uma vez que as variáveis não se demonstram estatisticamente significativas no modelo.

Tabela 9 - Resumo da validação das hipóteses de partida

Hipóteses	Sub-hipóteses	Descrição da Hipótese	Validação
H1	a	A dimensão do CA tem um efeito positivo no nível de endividamento das empresas, verificando-se o preconizado pela Teoria da Agência e do <i>Trade-Off</i> .	Não Validada
	b	A dimensão do CA tem um efeito negativo no nível de endividamento das empresas, verificando-se o preconizado pela Teoria da <i>Pecking Order</i> .	Validada
H2	a	A proporção de administradores não executivos tem um efeito positivo no nível de endividamento das empresas, verificando-se o preconizado pela Teoria da Agência.	Validada
	b	A proporção de administradores não executivos tem um efeito negativo no nível de endividamento das empresas, verificando-se o preconizado pela Teoria da <i>Pecking Order</i> .	Não Validada
H3	a	A dualidade do CEO tem uma relação negativa com o nível de endividamento das empresas, verificando-se o preconizado pela Teoria da Agência e do <i>Trade-Off</i> .	Não Validada
	b	A dualidade do CEO tem uma relação positiva com o nível de endividamento das empresas, verificando-se o preconizado pela Teoria do <i>Stewardship</i> .	Validada
H4	a1	Quanto maior a diversidade de género, mais forte e positiva será a relação entre a dimensão do CA e o nível de endividamento das empresas, verificando-se o preconizado pela Teoria da Agência e do <i>Trade-Off</i> .	Não validada
	a2	Quanto maior a diversidade de género, mais forte e negativa será a relação entre a dimensão do CA e o nível de endividamento das empresas, verificando-se o preconizado pela Teoria da <i>Pecking Order</i> .	Não validada
	b1	Quanto maior a diversidade de género, mais forte e positiva será a relação entre a independência do CA e o nível de endividamento das empresas, verificando-se o preconizado pela Teoria da Agência e do <i>Trade-Off</i> .	Não validada
	b2	Quanto maior a diversidade de género, mais forte e negativa será a relação entre a independência do CA e o nível de endividamento das empresas, verificando-se o preconizado pela Teoria da <i>Pecking Order</i> .	Validada
	c1	Quanto maior a diversidade de género, mais forte e negativa será a relação entre a dualidade do CEO e o nível de endividamento das empresas, verificando-se o preconizado pela Teoria da <i>Pecking Order</i> .	Não validada
	c2	Quanto maior a diversidade de género, mais forte e positiva será a relação entre a dualidade do CEO e o nível de endividamento das empresas, verificando-se o preconizado pela Teoria da Agência e do <i>Trade-Off</i> .	Não validada

Fonte: Elaboração Própria.

**CAPÍTULO V – CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E PERSPETIVAS
FUTURAS**

A relação entre as práticas de *corporate governance* e as decisões de endividamento das empresas têm sido teoricamente e empiricamente debatidas. No entanto, os estudos empíricos existentes não demonstram um consenso na compreensão do efeito que as características do CA têm na estrutura de capital das empresas. Assim, esta dissertação explora o impacto que as melhores práticas de governo empresarial têm no nível de alavancagem das empresas portuguesas. Para além disso, este estudo afirma que a interação entre as práticas de *corporate governance* pode demonstrar-se relevante na compreensão das questões de investigação e, por isso mesmo, foi analisado o efeito moderador da diversidade de género do CA na relação entre as qualidades da administração e as decisões de endividamento das organizações.

Neste sentido, e devido à falta de estudos que investigam a possibilidade de existir um efeito moderador para o tecido empresarial português, o presente trabalho teve como principal objetivo estudar a relação existente entre os mecanismos de *corporate governance*, como a dimensão do CA, a independência do CA e a dualidade do CEO e o nível de endividamento das empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon*, bem como perceber se o nexos desta relação é moderado pelo efeito da diversidade de género nos órgãos de decisão empresarial. Para isso, foi recolhida, através da SABI e dos Relatórios e Contas publicados por cada uma das entidades que compõem a amostra deste estudo, uma base de dados em painel composta por uma amostra de 36 empresas portuguesas cotadas e 216 observações, para um espectro temporal compreendido entre 2015 e 2020.

De modo a analisar as hipóteses de partida definidas para a amostra em estudo, foram testados vários modelos econométricos, como o modelo OLS, o modelo de Efeitos Fixos, o modelo de Efeitos Aleatórios e o modelo GMM. Nas análises de regressão produzidas, optou-se por avaliar todas as hipóteses de partida através do modelo de Efeitos Fixos para os indivíduos, devido ao facto de este se demonstrar o mais adequado.

Os resultados empíricos alcançados, com base no modelo de Efeitos Fixos, fornecem evidências de que a dimensão do CA afeta significativa e negativamente o nível de endividamento das empresas portuguesas cotadas, confirmando os resultados esperados pela hipótese de partida H1b. Em linha com as evidências encontradas de Lipton e Lorsch (1992) e Berger et al. (1997), os resultados deste estudo permitem concluir que empresas com CA de grandes dimensões carecem de um nível de dívida mais baixo, tendo uma menor probabilidade de obter financiamento de fontes externas. Estes resultados são consistentes com a Teoria da *Pecking Order*, que defende que as empresas recorrem a

menos dívida para se financiarem com o propósito de minimizarem o risco de instabilidade financeira.

Conseguiu-se também verificar um efeito positivo e significativo entre o grau de independência do CA e o nível de endividamento das empresas, indicando que quanto maior for a proporção de administradores não executivos no conselho, menor será o custo da dívida, potenciando o acesso ao financiamento, corroborando a H2a. Esta relação foi constatada também por autores como Sheikh e Wang (2012), Usman et al. (2019) e Zaid et al. (2020), indo de encontro com o pressuposto da Teoria da Agência que defende que uma elevada proporção de administradores independentes reduz a possibilidade de insolvência e cria um ambiente cooperante na organização quanto à criação de dívida.

Os resultados para a característica dualidade do CEO permitem comprovar que quando a tomada de decisão se concentra numa só pessoa que, por sua vez, exerce tanto funções de CEO como de presidente do CA, o nível de endividamento tende a aumentar, dado que se verificou uma relação positiva deste determinante com a alavancagem, corroborando, com a hipótese de partida H3b. Esta relação segue o preconizado pelos autores Stoeberl e Sherony (1985), Abor (2007), Dimitropoulos (2014) e Yang e Zhao (2014), apoiada pela Teoria do *Stewardship* que defende que a não separação de funções do CEO e do presidente do CA pode diminuir o risco e gerar melhores resultados, visto que a tomada de decisão se concentra numa só pessoa que age consoante o interesse organizacional.

No que respeita à variável diversidade de género, a mesma denota uma relação direta e positiva com o nível de endividamento. No entanto, numa análise mais detalhada, interrelacionando a diversidade de género e o grau de independência do CA, demonstrou-se o papel moderador desta variável no nível de endividamento, concretizando-se, assim, um dos objetivos centrais que motivaram a realização deste estudo. Mais concretamente, constatou-se que o efeito da independência do CA nas decisões de financiamento da empresa são mais negativas na presença de mulheres no CA, tendo-se evidenciado uma relação negativa e estatisticamente significativa, corroborando a hipótese de partida H4b2. Este resultado pode ser explicado pelo facto de as mulheres revelarem uma menor recetividade ao endividamento das empresas, dado que se demonstram mais avessas ao risco e, por isso mesmo, recorrem a menos dívida para se financiarem.

De um modo geral, com base nos resultados obtidos neste estudo, pode afirmar-se que não existe somente uma teoria da estrutura de capital que explique todas as relações

obtidas entre as práticas de *corporate governance* e as decisões de endividamento das empresas portuguesas, dado que alguns resultados são explicados pela Teoria *Pecking Order* (dimensão CA e efeito moderador da diversidade de género), noutros casos pela Teoria da Agência (independência CA) ou pela Teoria do *Stewardship* (dualidade CEO).

Este artigo contribui para a literatura de diversas formas. Em primeiro, permite ajudar as empresas portuguesas a contextualizar os mecanismos de *corporate governance* existentes, ou a introdução de novos, que os levem a melhorar os seus processos de controlo, bem como os ajude a alcançar recursos mais vantajosos para atraírem mais capital e, com isso, potenciar a economia. Em segundo, este estudo é, tanto quanto se sabe, o primeiro que reconhece o efeito moderador da diversidade de género na relação entre as características do CA e a estrutura de capital das empresas portuguesas cotadas.

Embora se tente nesta dissertação fornecer uma visão holística sobre o impacto que as práticas de *corporate governance* têm das decisões de endividamento das empresas portuguesas cotadas, bem como da existência de um efeito moderador da diversidade de género, reconhece-se que existem algumas limitações como, em primeiro lugar, este estudo limitar-se apenas a dados de empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon*, tendo-se obtido uma amostra pequena de cerca de 36 empresas e 216 observações, podendo dificultar aqui a evidência de resultados estatisticamente mais robustos. Por outro lado, este estudo empírico utilizou dados de empresas cotadas não financeiras, pelo que os resultados alcançados não podem ser generalizados para as empresas financeiras, uma vez que têm diferentes características.

Em termos de melhorias em investigações futuras, seria interessante analisar este tema numa amostra muito mais alargada, assim como averiguar o impacto de outros mecanismos de *corporate governance* nas decisões de endividamento das empresas e investigar outros efeitos moderadores para além da diversidade de género, que podem impactar a relação entre as características do CA e a estrutura de capital. Outra sugestão passará por utilizar mais do que uma medição para o endividamento, ou seja, utilizar o rácio do endividamento decomposto por endividamento de curto prazo e médio e longo prazo, visto que neste estudo apenas foi utilizado o endividamento total como variável dependente para uma medição mais meticulosa. Além disso, não tendo sido possível, neste estudo, averiguar o seu impacto devido ao facto de este ser um fenómeno recente e, por isso, não existirem dados suficientes, também pode ser interessante estudar o impacto

que a pandemia causada pelo vírus Covid-19 teve na relação entre as práticas de governo empresarial e as decisões de endividamento das empresas portuguesas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abor, J. (2007). Corporate governance and financing decisions of Ghanaian listed firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 7(1), 83-92. doi:10.1108/14720700710727131
- Al-Najjar, B., & Taylor, P. (2008). The relationship between capital structure and ownership structure: New evidence from Jordanian panel data. *Managerial Finance*, 34(12), 919-933. doi:10.1108/03074350810915851
- Alves, P., Couto, E., & Francisco, P. (2015). Board of directors composition and capital structure. *Research in International Business and Finance*, 35, 1-32. doi:10.1016/j.ribaf.2015.03.005
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 315-342. doi:10.1016/j.jacceco.2004.01.004
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *Journal of Finance*, 57, 1-32. doi:10.1111/1540-6261.00414
- Balatbat, M. C., Taylor, S. L., & Walter, T. S. (2004). Corporate governance, insider ownership and operating performance of Australian initial public offerings. *Accounting and Finance*, 44(3), 299-328.
- Baltagi, B. (2008). *Econometric analysis of panel data*. John Wiley & Sons.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261-292.
- Berger, P., Ofek, E., & Yermack, D. (1997). Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. *The Journal of Finance*, 52(4), 1411-1438. doi:10.1111/j.1540-6261.1997.tb01115.x
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan NY.

- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115-143.
- Bradley, M., & Chen, D. (2011). Corporate governance and the cost of debt: evidence from directorlimited liability and indemnification provisions. *Journal of Corporate Finance*, 17(1), 83-107.
- Bradley, M., Jarrell, G., & Kim, E. (1984). On the Existence of an Optimal Capital. *Journal of Finance*, 39, 857-878.
- Brickley, J., Coles, J., & Jarrell, G. (1997). Leadership structure: separating the CEO and chairman of the board. *Journal of Corporate Finance*, 3(3), 189-220.
- Cadbury, A. (1992). *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. Gee Publishing Ltd.
- Chadha, S., & Sharma, A. (2015). Capital Structure and Firm Performance: Empirical Evidence from India. *The Journal of Business Perspective*, 19(4), 295-302. doi:10.1177/0972262915610852
- CMVM. (2013). *Comissão do Mercado de Valores Imobiliários*.
- Crosan, R., & Buchan, N. (1998). Gender and Culture: International Experimental Evidence from Trust Games. *American Economic Review*, 89(2), 386-391.
- Dimitropoulos, P. (2014). Capital structure and corporate governance of soccer clubs: European evidence. *Management Research Review*, 37(7), 658-678. doi:10.1108/MRR-09-2012-0207
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-64.
- Durand, D. (1952). Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. *National Bureau of Economic Research*, 215-262.
- Elmagrhi, M., Ntim, C., Malagila, J., Fosu, S., & Tunyi, A. (2018). Trustee board diversity, governance mechanisms, capital structure and performance in SMEs: The case of UK Charities. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 18(3), 478-508. doi:10.1108/CG-08-2017-0185

- Faccio, M., Marchica, M.-T., & Mura, R. (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. *Journal of Corporate Finance*, 39, 193-209. doi:10.1016/j.jcorpfin.2016.02.008
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of political economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies Spring*, 15(1), 1-33.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325. doi:10.1086/467037
- Fosberg, R. H. (2004). Agency problems and debt financing: leadership structure effects. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 4(1), 31-18. doi:10.1108/14720700410521943
- Gujarati, D. N., & Porter, D. (2011). *Basic Econometrics* (5^o ed.). Porto Alegre: AMGH Editora Ltda.
- Hair, J., Black, W., Babin, B., & Anderson, R. (2013). *Multivariate Data Analysis* (7^o ed.). Nova Jersey: Pearson Prentice Hall.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. doi:10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Kim, E. H. (1978). A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity. *The Journal of Finance*, 33(1), 45-63. doi:10.2307/2326349
- Kraus, A., & Litzenberger, R. (1973). State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*, 28, 911-922. doi:10.2307/2978343
- Krause, R., Semadeni, M., & Cannella, J. A. (2013). CEO Duality: A Review and Research Agenda. *Journal of Management*, 40(1), 256-286. doi:10.1177/0149206313503013

- Kumar, P., & Zattoni, A. (2015). Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Performance. *Corporate Governance An International Review*, 23(6).
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. *Business Lawyer*, 48(1), 59-77.
- Marques, L. D. (2000). *Modelos dinâmicos com dados em painel: revisão de literatura*. Paper presented at the Centro de estudos Macroeconómicos e Previsão, Faculdade de Economia do Porto.
- Maxfield, S., Shapiro, M., Gupta, V., & Hass, S. (2010). Gender and risk: women, risk taking and risk aversion. *Gender in Management: An International Journal*, 25(7), 586-604. doi:10.1108/17542411011081383
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Monteiro, T. d. (2019). Governo das sociedades em Portugal: estudo sobre as empresas que compõem o PSI-20. *Universidade Católica Portuguesa*. Obtido de <http://hdl.handle.net/10400.14/28578>
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221. doi:10.1016/0304-405X(84)90023-0
- Nyamweya, S. A. (2015). Relationship between the board of directors' characteristics and the capital structures of companies listed in Nairobi securities exchange. *Journal of Business and Management*, 17(2), 104-109.
- OCDE. (2016). *Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE*. Éditions OCDE.
- Palanissamy, A. (2015). CEO Duality – An Explorative Study. *European Scientific Journal*, 11(10), 33-44.
- Pallant, J. (2011). *SPSS Survival Manual* (4^o ed.). Crows Nest: Allen & Unwin.

- Parkinson, J. (1994). The Legal Context of Corporate Social Responsibility. *Business Ethics: A European Review*, 3(1), 16-22. doi:10.1111/j.1467-8608.1994.tb00056.x
- Ross, S. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.
- Scott, J. (1976). A Theory of Optimal Capital Structure. *The Bell Journal of Economics*, 7(1), 33-54. doi:10.2307/3003189
- Sheikh, N., & Wang, Z. (2012). Effects of corporate governance on capital structure: empirical evidence from Pakistan. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 12(5), 629-641. doi:10.1108/14720701211275569
- Silva, A. J., Guimarães, T., Oliveira, H. M., & Leite, E. M. (2021). Diversidade do conselho de administração das empresas cotadas no PSI-20. *E3 - Revista De Economia, Empresas E Empreendedores Na CPLP*, 7(1), 052-096. doi:10.29073/e3.v7i1.360
- Silva, V. E. (2018). Impacto da crise do subprime na estrutura de capitais das empresas do setor do calçado em Portugal. *Dissertação de mestrado*. Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto, Portugal. Obtido de <http://hdl.handle.net/10400.22/13195>
- Solomon, A., & Solomon, J. (2004). Corporate Governance and Accountability. *Open Access Library Journal*, 6(4).
- Stoeberl, P. A., & Sherony, B. C. (1985). *Board efficiency and effectiveness*. New York: McGraw-Hill.
- Usman, M., Farooq, M., Zhang, J., Makki, M., & Khan, M. (2019). Female directors and the cost of debt: does gender diversity in the boardroom matter to lenders? *Managerial Auditing Journal*, 34(4), 374-392.
- Villalonga, B., Amit, R. H., Trujillo, M. A., & Guzmán, A. (2014). Governance of Family Firms. *Annual Review of Financial Economics*, 7, 635-654. doi:10.1146/annurev-financial-110613-034357

- Wen, Y., Rwegasira, K., & Bilderbeek, J. (2002). Corporate governance and capital structure decisions of the Chinese listed firms. *Corporate Governance*, 10(2), 75-83.
- Yang, T., & Zhao, S. (2014). CEO duality and firm performance: Evidence from an exogenous shock. *Journal of Banking and Finance*, 49, 534-552. doi:10.1016/j.jbankfin.2014.04.008
- Zaid, M., Wang, M., Abuhijleh, S., Issa, A., Saleh, M., & Ali, F. (2020). Corporate governance practices and capital structure decisions: the moderating effect of gender diversity. *Corporate Governance*, 20(5), 939-964. doi:10.1108/CG-11-2019-0343

Apêndice I – Coeficientes de Regressão da Indústria

Tabela 10 - Resultado do Modelo de Regressão LSDV para a variável de controlo Indústria

Tipo de Indústria	Modelo EF. Fixos (2)	
Indust 15	-83,0919621 (30,1951000)	**
Indust 20	-44,7242987 (9,1407408)	***
Indust 35	-33,0328155 (13,0099558)	*
Indust 40	-39,6389502 (35,2344691)	
Indust 50	5,1650803 (29,8039912)	
Indust 55	13,8674166 (17,5114094)	
Indust 60	20,2590952 (36,6326477)	
Indust 65	11,7615629 (35,3971529)	

Nesta tabela reportam-se os coeficientes de regressão do modelo LSDV, assim como os erros padrão, entre parênteses, para a variável de controlo Tipo de Indústria. As variáveis para a amostra analisada de 36 empresas e 216 observações, para o espetro temporal 2015-2020, incluem as indústrias classificadas segundo o ICB. '***', '**', '*', '•', ' ' ', com nível de significância de 0,1%, 1%, 5%, 10%, 15% respetivamente.

Fonte: Dados amostrais. Elaboração própria.